【策略研究】新债观察—第933期

信用研究团队

核心摘要:

核心摘要:

覆盖篇:

【策略研究】新债观察——第933期覆盖WIND渠道新债66只，产业债38只，城投债28只，发行日期为3月9日的50只，3月10日的16只。

优选篇:

信用研究团队通过从兴业研究投行俱乐部获取的信息，优选新债42只：其中城投债25只，产业债17只；债券类型为CP的1只，MTN的22只，PPN的11只，一般公司债的4只，私募公司债的4只。

更多精彩内容，尽在兴业研究金融模型平台，详情请登录：

www.cibresearch.com



扫描下载兴业研究APP
获取更多研究成果

VISIT…

LANZAROTE
Caliente.COM

一、 新债发行结果回顾

今日新债发行结果回顾:

债券简称	兴业行业	兴业新债评分	期限（年）	参考收益率	申购区间（%）	发行利率（%）	偏差
21 开远债	城投	4B/4B，稳定	7.00	-	6.5-7.5	7.50	-
21 柳东债	城投	4B+/4B+，稳定	5.00（3+2）	-	0-0	7.90	-
21 航高 01	城投	4A-/-，稳定	7.00	-	0-0	6.75	-
21 润城 01	城投	4A+/4A，稳定	2.00	-	0-0	6.03	-
G21 新 Y1	新能源	3/3-，稳定	3.00（3+N）	-	4.2-5.2	5.15	-
21 深铁 02	城投	2+/2+，稳定	3.00	-	3-4	3.64	-
21 中航租赁 MTN003A	非银金融	3-/3-，稳定	2.00（2+N）	4.89	3.8-5.3	5.00	11BP
21 涪陵新城 SCP001	城投	3-/3-，稳定	0.74	4.30	3.5-4.5	4.39	9BP
21 义乌国资 MTN001	投资平台	3/3，稳定	3.00	3.94	3.5-4.5	4.08	14BP
21 金圆投资 MTN001	非银金融	3-/3-，稳定	3.00	4.11	3.2-4.4	3.85	-26BP
21 昆山城投 MTN001	城投	2-/2-，稳定	3.00	3.74	3.6-4.35	3.83	9BP
21 川交投 MTN001	交通运输	3/3，稳定	5.00（3+2）	4.00	3.4-4.4	3.82	-18BP
21 上实 MTN001	医药生物	2+/2+，稳定	3.00	3.59	3-4	3.65	6BP
21 广州地铁 MTN005	城投	2/2，稳定	3.00	3.66	3-4	3.65	-1BP
21 汇金 MTN001	非银金融	1/1，稳定	2.00	3.37	3.21-3.61	3.35	-2BP
21 常城建 SCP005	城投	3+/3+，稳定	0.66	3.40	2.5-3.4	3.20	-20BP
21 建发 SCP004	房地产	3-/3-，稳定	0.49	3.36	2.5-3.5	3.10	-26BP
21 池州建设 MTN001	城投	3-/3-，稳定	5.00	4.99	5.5-6.9	5.75	76BP
21 镇江城建 SCP007	城投	3-/3-，稳定	0.41	4.03	3.95-4.95	4.95	92BP
21 盐城资产 MTN001	城投	3/3，稳定	3.00	4.29	3.8-4.8	4.60	31BP
21 浙小商 SCP003	房地产	4A+/4A+，稳定	0.24	3.79	2.5-3.5	3.09	-70BP
21 新海连 MTN001	城投	4A+/4A+，稳定	3.00	6.23	0-0	取消发行	-
21 中航租赁 MTN003B	非银金融	3-/3-，稳定	3.00（3+N）	5.16	0-0	取消发行	-

数据来源：WIND、兴业研究

二、新债研究结果总览

（1）新债覆盖

债券简称	兴业行业	期限(年)	发行日	兴业新债评分	参考收益率
21 中电投 SCP010	电力	0.18 年	2021-03-09	2+/2+，稳定	2.62%
21 光大集团 SCP008	非银金融	0.16 年	2021-03-09	2+/2+，稳定	2.60%
21 宝钢 SCP002	钢铁	0.08 年	2021-03-09	2+/2+，稳定	2.37%
21 华能集 SCP003	电力	0.17 年	2021-03-09	2+/2+，稳定	2.60%
21 中化股 SCP010	化工	0.08 年	2021-03-09	2+/2+，稳定	2.42%
21 苏国信 SCP005	电力	0.25 年	2021-03-09	2/2，稳定	2.72%
21 福州城投 SCP004	城投	0.66 年	2021-03-09	2/2，稳定	3.11%
21 宁沪高 SCP006	交通运输	0.48 年	2021-03-09	2/2，稳定	2.95%
21 青城 01	城投	5 年(3+2)	2021-03-09	2-/3+，稳定	-
21 青城 02	城投	8 年(5+3)	2021-03-09	2-/3+，稳定	-
21 武汉城投债 01	城投	10 年	2021-03-09	2-/2-，稳定	-
21 天恒置业 CP001	城投	1 年	2021-03-09	3+/3+，稳定	3.64%
21 华能水电 SCP004	电力	0.25 年	2021-03-09	3+/3+，稳定	2.96%
21 江西交投 SCP003	交通运输	0.16 年	2021-03-09	3+/3+，稳定	2.80%
21 温州铁投 SCP001	城投	0.49 年	2021-03-09	3+/3+，稳定	3.28%
21 珠华 G1	投资平台	5 年(3+2)	2021-03-09	3+/3+，稳定	-
21 苏州高新 GN001	城投	3 年	2021-03-09	3+/3+，稳定	3.82%
21 威海开投 MTN001	城投	5 年(3+2)	2021-03-09	3/3，稳定	4.05%
21 温交 01	城投	7 年(3+2+2)	2021-03-09	3/3，稳定	-
21 温交 02	城投	7 年(5+2)	2021-03-09	3/3，稳定	-
21 汉江国资 SCP002	城投	0.74 年	2021-03-09	3/3，稳定	3.74%
21 萧山机场 SCP001	交通运输	0.49 年	2021-03-09	3/3，稳定	3.10%
21 豫交运 SCP001	交通运输	0.49 年	2021-03-09	3/3，稳定	3.26%
21 湘高速 SCP002	交通运输	0.49 年	2021-03-09	3/3，稳定	3.30%
21 华电江苏 SCP007	电力	0.25 年	2021-03-09	3/3，稳定	3.03%
21 中铝 SCP002	有色金属	0.06 年	2021-03-09	3/3，稳定	2.82%
21 山东核电 SCP004	电力	0.49 年	2021-03-09	3/3，稳定	3.20%
21 贵州交通 SCP001	投资平台	0.74 年	2021-03-09	3-/3-，稳定	3.65%
21 南通经开 SCP001	城投	0.49 年	2021-03-09	3-/3-，稳定	4.00%
21 徐工集团 SCP002	机械设备	0.62 年	2021-03-09	3-/3-，稳定	3.48%
21 镇江城建 SCP005	城投	0.25 年	2021-03-09	3-/3-，稳定	3.78%
21 中交二航 SCP001	建筑装饰	0.74 年	2021-03-09	3-/3-，稳定	3.78%
21 建安投资 SCP001	城投	0.74 年	2021-03-09	3-/3-，稳定	4.24%
21 建租 02	非银金融	3 年(2+1)	2021-03-09	3-/3-，稳定	-
21 黄石城投 CP001	城投	1 年	2021-03-09	3-/3-，稳定	4.53%
21 金龙湖 MTN001	城投	3 年	2021-03-09	3-/3-，稳定	5.04%
21 高淳建设 MTN001	城投	3 年	2021-03-09	3-/3-，稳定	5.09%
21 南部新城 MTN001	城投	5 年(3+2)	2021-03-09	3-/3-，稳定	5.04%
21 南山开发 MTN001A	房地产	3 年	2021-03-09	3-/3-，稳定	4.07%
21 南山开发 MTN001B	房地产	5 年	2021-03-09	3-/3-，稳定	4.28%

21象屿SCP004	商业贸易	0.6年	2021-03-09	4A+/4A+，稳定	4.11%
21物产中大SCP003	商业贸易	0.73年	2021-03-09	4A+/4A+，稳定	4.09%
21夏商SCP003	商业贸易	0.48年	2021-03-09	4A+/4A+，稳定	3.93%
21广州高新SCP001	房地产	0.74年	2021-03-09	4A+/4A+，稳定	4.30%
21甘肃民航MTN001	交通运输	3年	2021-03-09	4A+/4A+，稳定	4.75%
21伟驰01	城投	5年	2021-03-09	4A+/4A+，稳定	-
21渝医药MTN001	医药生物	3年	2021-03-09	4A+/4A+，稳定	4.95%
21惠民建投SCP001	城投	0.49年	2021-03-09	4A-/4A-，稳定	5.02%
21新投MTN001	投资平台	3年	2021-03-09	4A-/4A-，稳定	4.75%
21古蔺01	城投	5年	2021-03-09	4B+/4B，稳定	-
21东航01	交通运输	10年(5+5)	2021-03-10	2+/2+，负面	-
21东航02	交通运输	6年(3+3)	2021-03-10	2+/2+，负面	-
21广州国资MTN001	投资平台	3年	2021-03-10	2/2，稳定	3.60%
21淮安城资MTN002	城投	3年	2021-03-10	3/3，稳定	4.32%
21豫交运MTN001	交通运输	3年	2021-03-10	3/3，稳定	3.95%
21慈溪建投MTN001	城投	3年	2021-03-10	3/3，稳定	4.30%
21宿迁经开MTN001	城投	3年	2021-03-10	3-/3-，稳定	5.04%
21国联MTN001	非银金融	3年	2021-03-10	3-/3-，稳定	4.25%
21金融街资MTN002	房地产	5年(3+2)	2021-03-10	3-/3-，稳定	4.12%
21南浦口CP001	城投	1年	2021-03-10	3-/3-，稳定	4.48%
21峨乐旅集团MTN001	休闲服务	5年(3+2)	2021-03-10	3-/3-，稳定	4.07%
21钟楼经开CP002	城投	1年	2021-03-10	4A+/4A+，稳定	5.58%
21夏商MTN002	商业贸易	3年	2021-03-10	4A+/4A+，稳定	4.65%
21资阳国资MTN001	城投	5年(3+2)	2021-03-10	4A-/4A-，稳定	6.34%
21淮安经开MTN001	城投	3年	2021-03-10	4B+/4B+，稳定	8.02%
21龙投小微债01	投资平台	5年(3+2)	2021-03-10	4B+/4B+，稳定	-

数据来源：WIND、兴业研究

（2）新债优选

数据来源：WIND、兴业研究

债券简称	兴业行业	期限(年)	承销商	兴业新债评分	参考收益率
21 静安置业 MTN001	投资平台	3.00	上海银行	3/3，稳定	3.94%
21 中建八局 MTN001	建筑装饰	3.00(3+N)	上海银行	3/3-，稳定	4.96%
21 福建漳州 MTN001	城投	2.00(2+N)	中信建投	3+/3，稳定	4.42%
21 新华水力 MTN001	电力	2.00(2+N)	中信建投	3-/4A+，稳定	5.14%
21 海润 01	城投	5.00(3+2)	中信建投	3-/3-，稳定	-
21 常德城投 PPN003	城投	5.00(3+2)	兴业银行	3-/4A+，稳定	5.45%
21 即墨城投 MTN001	城投	5.00(3+2)	华夏银行	3-/3-，稳定	4.75%
21 新长宁 MTN001	房地产	5.00(3+2)	国泰君安	3-/3-，稳定	4.39%
21 鄞州城建 PPN001	城投	3.00	宁波银行	3+/3，稳定	4.41%
21 金城投资 PPN001	城投	3.00	宁波银行	3+/3，稳定	4.31%
21 徐州交通 PPN002	城投	3.00	宁波银行	3+/3，稳定	4.46%
21 余杭交通 MTN002	城投	5.00(3+2)	宁波银行	3+/3+，稳定	3.91%
21 吴江城投 CP001	城投	1.00	宁波银行	3+/3+，稳定	3.59%
21 东南资产 PPN001	城投	3.00	宁波银行	3/3-，稳定	4.88%
21 静安投资 MTN001	房地产	5.00(3+2)	宁波银行	3-/3-，稳定	4.41%
21 邗江城建 PPN001	城投	3.00	宁波银行	3-/4A+，稳定	5.55%
21 温交投 MTN001	城投	3.00(2+1)	工商银行	3/3，稳定	4.18%
21 天津轨交 MTN001	城投	3	工商银行	3-/3-，稳定	4.78%
21 郑建 01	城投	5.00(3+2)	平安证券	3+/3，稳定	-
21 安租 Y1	非银金融	3.00(3+N)	平安证券	3/3-，稳定	-
21 豫峡 01	投资平台	5.00(2+2+1)	平安证券	3-/4A+，稳定	-
21 能投 Y1	投资平台	3.00(3+N)	平安证券	3-/4A+，稳定	-
21 滨海 01	城投	1.00	平安证券	3-/4A+，稳定	-
21 青岛地铁 MTN001	城投	5.00	平安银行	3+/3+，稳定	4.07%
21 南岸城建 MTN001	城投	5.00(3+2)	平安银行	3-/3-，稳定	5.00%
21 阜阳投资 PPN002	城投	3.00	徽商银行	3-/4A+，稳定	5.60%
21 广安控股 MTN002	城投	3.00(3+N)	恒丰银行	3+/3，稳定	4.61%
21 义乌国资 MTN002	投资平台	3.00(3+N)	招商银行	3/3-，稳定	4.84%
21 越秀集团 MTN001	房地产	5.00(3+2)	招商银行	3/3，稳定	3.94%
21 苏国资 MTN001	投资平台	3.00	招商银行	3/3，稳定	3.94%
21 慈溪建投 MTN001	城投	3.00	杭州银行	3/3，稳定	4.33%
21 萧山钱江 PPN001	城投	5.00(3+2)	杭州银行	3/3-，稳定	4.73%
21 相城城建 MTN002	城投	3.00	江苏银行	3/3，稳定	4.23%
21 融和融资 PPN001	非银金融	4.00(2+2)	江苏银行	3-/4A+，稳定	4.96%
21 海兴 MTN001	城投	3.00	江苏银行	3-/3-，稳定	5.09%
21 兰州建投 PPN002	投资平台	2.00(1+1)	浦发银行	3-/4A+，稳定	4.61%
21 青岛军投 MTN001	投资平台	3.00(3+N)	浦发银行	3-/4A+，稳定	5.31%
21 兖矿集团 MTN002	煤炭	5.00(3+2)	海通证券	3-/3-，稳定	4.36%
21 华远陆港 MTN001	投资平台	5.00(3+2)	海通证券	3-/3-，稳定	4.36%
21 滨州城投 PPN002	城投	5.00(3+2)	海通证券	3-/4A+，稳定	5.60%
21 川能 Y1	电力	3.00(3+N)	申万宏源	3+/3，稳定	-
21 惠通 02	城投	5.00(3+2)	申万宏源	3-/4A+，稳定	-

三、个券研究详情

21 中电投 SCP010

返回

<table>
<tr><td rowspan="8">债券基本信息</td><td>债券全称</td><td colspan="6">国家电力投资集团有限公司 2021 年度第十期超短期融资券</td></tr>
<tr><td>债券类型</td><td colspan="2">超短融</td><td colspan="2">发行规模</td><td colspan="2">10.0 亿元</td></tr>
<tr><td>发行日期</td><td colspan="2">2021-03-09</td><td colspan="2">发行期限</td><td colspan="2">0.18 年</td></tr>
<tr><td>增信方式</td><td colspan="6">-</td></tr>
<tr><td>特殊条款</td><td colspan="6">-</td></tr>
<tr><td>第一大股东</td><td colspan="6">国务院国有资产监督管理委员会(持股比例 90%)</td></tr>
<tr><td>主承销商</td><td colspan="6">中信银行股份有限公司,招商银行股份有限公司</td></tr>
<tr><td>外部评级</td><td colspan="2">AAA/-,稳定</td><td colspan="2">评级机构</td><td colspan="2">中诚信国际信用评级有限责任公司</td></tr>
<tr><td rowspan="2">兴业观点</td><td>兴业评分</td><td colspan="2">2+/2+，稳定</td><td colspan="2">兴业参考收益率</td><td colspan="2">2.62%</td></tr>
<tr><td>兴业参考曲线</td><td colspan="6">0.18 年期评分 2+兴业产业债收益率曲线(2.5774,2021/03/08)</td></tr>
<tr><td rowspan="4">相同发行人</td><td>债券简称</td><td>债券余额</td><td>发行日</td><td>票面利率</td><td>剩余期限</td><td>最新估值</td><td>超额利差</td></tr>
<tr><td>18 电投 02</td><td>30.0 亿</td><td>2018-05-15</td><td>4.84%</td><td>0.19 年</td><td>2.80%</td><td>8.80BP</td></tr>
<tr><td>21 中电投 SCP003</td><td>28.0 亿</td><td>2021-01-18</td><td>2.45%</td><td>0.20 年</td><td>2.71%</td><td>0.02BP</td></tr>
<tr><td>18 电投 03</td><td>30.0 亿</td><td>2018-05-17</td><td>4.83%</td><td>0.20 年</td><td>2.80%</td><td>9.06BP</td></tr>
</table>

最新报告

事件:

国家电力投资集团有限公司（以下简称“公司”或“国家电投”）发布的 2019 年年报显示，2019 年公司实现营业收入 2722.40 亿元,净利润 105.41 亿元,分别同比增长 20.19%、50.37%。截至 2019 年底,公司总资产 11943.40 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率分别为 75.72%、71.77%，分别较 2018 年底降低 2.73、3.05 个百分点。

点评:

五大发电集团之一，发电机组容量大，规模优势显著，电源结构多元化，2019 年经营业绩提升明显。国家电投集团主营业务为电力生产和销售,并形成了煤-电-铝产业链。截至 2019 年 9 月末,公司可控装机容量达 14692.02 万千瓦，电源结构以火电为主，其中风电、太阳能发电和核电合计装机容量为 4249.27 万千瓦，水电装机容量为 2383.91 万千瓦，清洁能源占比持续上升至 45.21%。2019 年前三季度，公司完成发电量 4115 亿千瓦时，其中火力发电 2470 亿千瓦时，水电 794 亿千瓦时，其它清洁能源发电 851 亿千瓦时；火电机组利用小时数为 3105 小时，水电机组为 3319 小时，风电机组 1533 小时，同比均有所回升；平均上网电价 0.345 元/千瓦时，供电标准煤耗 302.05 克/千瓦时。受益于发电量价齐升，2019 年公司实现营业收入 2722.40 亿元，同比增长 20.19%;实现营业外收入 13.78 亿元，主要为政府补贴；实现净利润 105.41 亿元，同比增长 50.37%，部分受益于煤炭价格下行。。

经营性现金流强劲，资本支出规模仍较大。公司经营获现能力强，2017-2019 年经营净现金流入均在 400 亿元以上。公司投资支出规模较大，在建、拟建项目全部为电力项目，未来几年公司将继续维持较大的投资规模。截至 2018 年末，公司在建项目总投资额约为 1564.61 亿元，2019 年计划投资额为 198.39 亿元。由于投资活动多，加之 2019 年市场利率较低，公司相对上期净融资较多，筹资活动现金净流入 730.37 亿元。

负债率较高，盈利变现顺畅，偿债保障度高。截至 2019 年底，公司总资产 11943.40 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率分别为 75.72%、71.77%，杠杆率有所下降仍处高位。公司账面货币资金保持在 200 亿元以上，经营性现金流年均净流入 400 亿元以上，经营获现及再融资能力很强，偿债保障度高。

融资环境宽松。截至 2019 年末，公司获得银行授信额度 15043.52 亿元，未使用额度 9577.83 亿元，备用流动性充足。同期末，公司受限资产合计 1417.70 亿元，占净资产的 53.14%，受限资产规模较大。此外，公司拥有

多家 A 股、H 股上市公司，融资渠道畅通。

兴业研究主体评分为 2+，展望为稳定。公司为我国五大发电集团之一，电力装机规模大，清洁能源占比较高，具有明显的规模优势，行业地位突出，综合实力很强。2019 年公司主营收入和利润稳定增长，经营现金流强劲，资产负债率有所下行但仍处高位。公司经营偿债能力较强，银行授信额度充裕，外部融资渠道畅通。整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响极小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台:

主体跟踪报告: 国家电力投资集团有限公司 20200508

主体覆盖报告: 国家电力投资集团有限公司 20190813

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21光大集团SCP008

返回

债券基本信息	债券全称	中国光大集团股份公司2021年度第八期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		20.0亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.16年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	中央汇金投资有限责任公司(持股比例63%)					
	主承销商	中信银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	2+/2+，稳定		兴业参考收益率		2.60%	
	兴业参考曲线	0.16年期评分2+兴业产业债收益率曲线(2.5535,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21光大集团SCP007	10.0亿	2021-03-05	2.50%	0.16年	-	-
	21光大集团SCP006	20.0亿	2021-02-22	2.55%	0.15年	2.69%	0.80BP
	16光大01	2.0亿	2016-04-11	2.95%	0.10年	2.61%	-3.01BP

最新报告

事件:

中国光大集团股份公司（以下简称“公司”或“中国光大集团”）披露2019年报和2020年半年报。截至2019年末，公司总资产5.21万亿元，同比增长8.89%，净资产5268.07亿元，同比增长17.51%。2019年度，公司营业收入2082.76亿元，同比增长28.89%，净利润473.76亿元，同比增长12.53%。

2020年6月末，公司总资产5.91万亿元，净资产5465.64亿元。2020年上半年，公司营业收入1204.49亿元，同比增长20.31%，净利润256.87亿元，同比减少4.86%。

核心风险点:

1、券商子公司劣后级私募基金投资需履行大规模差额补充义务，信用业务新增逾期规模较大

2、寿险子公司未分配利润长期为负，保险资管持仓非标比重较高

3、租赁子公司部分项目投向航空、餐饮住宿、文体娱乐、个贷、线下零售等领域，存量项目规模较大，受新冠疫情影响2020年租金损失风险上行

点评:

全国性股份行，资金端以吸收存款为主，持续收缩同业负债；资产端信贷业务不良率可控，投资类资产配置非标比重较高，持续收缩同业资产。商业银行业务由光大银行（601818.SH，直接持股44.96%，通过光大控股持股3%）负责，2020年6月末总资产5.39万亿元，占公司总资产的91.19%；其中货币类、贷款、投资类（含同业存单）、同业资产分别占7.29%、52.81%、30.36%、5.49%。

2019年末，贷款余额2.71万亿元，同比增长12.01%，2020年6月末进一步增至2.92万亿元；其中小微企业贷款余额1553.96亿元，同比增长21.24%。2019年末贷款中企贷、个贷、贴现贷款分别占54.94%、42.68%、2.38%，余额分别同比增长11.81%、9.90%、82.16%；信用贷款和附带抵质押物的分别占31.45%和45.05%，余额分别同比增长9.53%和13.22%。企贷主要投向制造（占18.14%，余额同比增长8.54%）、基建（占17.55%，余额同比增长17.48%）、房地产（占14.22%，余额同比增长10.33%）、租赁及商服（占11.42%，余额同比增长13.26%）、贸易（占7.59%，余额同比增长1.91%）、建筑（占6.36%，余额同比增长32.70%），个贷中住房按揭和信用卡贷款分别占35.78%和38.35%；区域上三大经济圈、中部、西部、东北地区分别占45.97%、16.49%、12.86%、4.50%。

2019 年，光大银行共处置不良贷款 448.05 亿元，比上年增加 152.29 亿元，其中核销呆账 227.76 亿元、债权转让 115.56 亿元、债转股 55.96 亿元、资产证券化 48.77 亿元，通过保全清收现金 109.97 亿元；年末关注类贷款余额 599.99 亿元，同比增长 9.87%，不良贷款余额 422.12 亿元，同比增长 2.84%，逾期贷款 615.44 亿元，同比增长 8.18%，其中逾期 90 天及以上贷款 339.07 亿元，同比增长 4.98%，不良确认较为严谨。2017-2019 年末及 2020 年 6 月末，光大银行贷款不良率维持在 1.50%-1.60%，低于商业银行均值，拨备覆盖率保持在 155%-190%。

2019 年末，投资类资产（含同业存单）账面价值 1.43 万亿元，同比增长 10.18%；其中投向债券、公募基金、非标占比分别为 68.60%、11.14%、17.90%，余额分别同比变动 44.95%、-11.56%、-37.46%。债券投资中，国债和地方政府债合计占比达 39.02%，金融机构债占 30.54%。非标投资底层资产主要为资产证券化产品、债券以及部分企业融资，企业融资部分的行业投向主要为 3 年期以内的基建项目。2020 年 6 月末，投资类资产（含同业存单）账面价值 1.64 万亿元，其中投向债券、公募基金、非标占比分别为 64.75%、13.45%、15.04%。

2020 年 6 月末，光大银行资产负债率为 92.74%，总负债中吸收存款、同业负债（含同业存单）、债券直融及央行借款分别占 73.49%、18.37%、6.42%。2019 年末，吸收存款余额 3.02 万亿元，同比增长 17.34%；其中企业、个人、保证金存款分别占 67.81%、22.67%、7.70%，资金成本较低的个人活期仅占 7.22%。2020 年 6 月末，吸收存款余额升至 3.67 万亿元。

大中型券商，传统轻资本业务居行业前列，自营主配信用债，信用业务逾期规模较大，杠杆投资项目需承担大额差额补足义务。证券业务由光大证券（601788.SH，直接持股 25.15%，通过光大控股持股 21.30%）负责，2020 年 6 月末总资产 2050.38 亿元，占公司总资产的 3.47%。主营财富管理（含证券及期货经纪）、信用（含融资租赁）、投行及自营、资管（含基金）、海外，分别贡献 2019 年度收入的 23.60%、12.66%、37.05%、9.28%、7.78%，规模分别同比变动 21.81%、-23.52%、138.69%、-44.34%、-20.37%；收入和利润随资本消耗型业务依赖度上行。

2019 年末，光大证券投资类资产（不含交付证金公司的专户）规模 869.91 亿元，同比增长 14.97%；其中投向债券、公募基金（含专户）、银行理财、权益（上市公司股票、私募基金份额、非上市企业股权）、非标（信托、资管计划）的比重分别为 51.26%、19.99%、17.77%、5.44%、2.78%，规模分别同比变动 10.01%、12.38%、121.95%、-11.78%、-30.09%。债券投资以信用债为主，非标投资中以自有资金参与的自行发行的资管产品规模 11.47 亿元（占资管计划投资的 50.64%）；公募基金投资中专户占 20.07%，权益投资中上市公司股票占 67.06%。2020 年 6 月末，投资类资产（不含交付证金公司的专户）规模 841.78 亿元，投向债券、公募基金（含专户）、银行理财、权益、非标的比重分别为 49.28%、20.03%、16.69%、8.83%、2.49%；其中股票和信托产品投资浮亏。

2016 年，私募基金子公司光大浸辉投资管理（上海）有限公司联合暴风集团全资子公司暴风（天津）投资管理有限公司和上海群畅金融服务有限公司等设立浸鑫基金（优先级 32 亿元，中间级和劣后级各 10 亿元），并设立 SPV 收购境外 MPS 公司 65%的股权；其中招商银行通过招商财富资产管理有限公司认购 28 亿元优先级，华瑞银行通过爱建信托认购 4 亿元优先级，子公司光大资本直接和间接投资合计 7175 万元（其中作为劣后级出资 0.6 亿元），需要承担差额补足义务。MPS 公司于 2018 年 10 月被英国法院宣布破产清算，浸鑫基金未能按原计划实现退出，光大证券于 2018 年和 2019 年分别计提 14 亿元和 16.11 亿元的预计负债。2018 年 11 月，华瑞银行、深圳恒祥股权投资基金企业分别就与光大浸辉的差额补偿协议提请诉讼，金额分别为 4.31 亿元（本金 4 亿元）和 1.68 亿元（本金 1.5 亿元）；2019 年 5 月，招商银行就与光大浸辉的差额补偿协议提请诉讼，金额为 34.89 亿元（本金 28 亿元）。

2019 年末，光大证券两融业务融资余额 275.51 亿元，同比增长 22.97%，孖展融资余额 68.17 亿元，同比减少 16.79%，担保物价值对融出资金的覆盖度为 314.50%，同比小幅下滑 1.35 个百分点；逾期的融出资金账面原值 2.49 亿元，同比减少 2.45%，信用减值准备余额 1.84 亿元，同比增长 10.76%。2020 年 6 月末两融业务融资余额 308.10 亿元，孖展融资余额 65.17 亿元，担保物价值对融出资金的覆盖度为 311.71%；逾期的融出资金账面原值 12.77 亿元，信用减值准备余额 2.10 亿元。

2019 年末，光大证券自有资金及合并结构化主体参与股票质押待回购余额合计 63.17 亿元，同比减少 69.89%，质押股票市值对融资金额的覆盖度为 226.64%，同比增长 44.09 个百分点，资管产品出资参股股票质押待回购余额 52.52 亿元；已逾期股票质押项目余额合计 17.80 亿元，同比减少 30.82%，违约项目 5 个，涉及金额合计 11.44

更多资料，欢迎访问 www.wenku120.com

亿元。2020 年 6 月末，自有资金及合并结构化主体参与股票质押待回购余额合计 50.79 亿元，质押股票市值对融资金额的覆盖度为 256.51%；已逾期股票质押项目余额合计 19.69 亿元。

中小寿险，保险产品以分红险和年金寿险为主，趸缴占比较高，保险资管主配信用债和非标。寿险业务由光大永明人寿（持股 50%）负责，2020 年 6 月末总资产 621.40 亿元。2019 年规模保费收入 124.64 亿元，市场份额 0.32%，行业排名第 41；原保费收入 117.38 亿元，市场份额 0.39%，行业排名第 34。

寿险业务产品端以普通寿险和分红险为主，健康险为辅，2019 年对规模保费的贡献度分别为 38.67%、33.07%、19.78%，规模分别同比变动 41.69%、-16.35%、55.92%；其中普通寿险以年金类业务为主，健康险以重疾类业务为主。趸缴和期缴分别占规模保费的 38.64%和 61.36%，期缴中首年和续期分别占 56.01%和 43.99%。渠道端，以银保为主，个险、团体、电销为辅，2019 年对规模保费的贡献分别为 62.98%、11.30%、9.97%、7.93%；四大渠道 13 个月继续率分别为 93%、89%、96%、62%，25 个月继续率分别为 93%、88%、93%、48%，保单继续率有所下降。

持续压缩万能险和投连险规模，2019 年末保户储金及投资款 35.04 亿元，同比减少 18.57%，独立账户资产（负债）69.56 亿元，同比减少 47.47%。其中投连险账户投向流动性管理工具、信托计划、保险资管产品的比重分别为 13.88%、41.21%、19.36%，其中，信托计划底层资产以房地产及城投非标为主，投流动性管理工具主要为货基和活期存款。

2019 年末，光大永明人寿投资类资产账面价值 433.98 亿元，同比增长 36.41%。资产端现金类、定期存款、保户质押贷款、公募基金、债券分别占 3.89%、2.77%、1.44%、2.69%、37.04%，余额分别同比增长 4.59%、73.74%、23.11%、64.74%、23.99%，权益（上市公司股票、私募基金份额、非上市股权）、非标（信托、保险资管、债权计划等）、不动产分别占 3.89%、47.88%、0.42%，余额分别同比变动-15.87%、58.02%、0.14%。债券投资以信用债为主，利率债占比 28%，信用债中 AAA 级和 AA+级债券占比 92%和 7%。非标项目的投资期限一般为 1-3 年，收益率在 5%-8.2%，底层资产主要投向房地产、基建、金融领域，占比合计 70%。

融资租赁部分项目涉及领域受新冠疫情影响较大。融资租赁业务由光大银行子公司光大金租和光大证券子公司光大幸福租赁负责。

2019 年，光大幸福租赁新增投放项目 22 个，投放金额 8.12 亿元，同比减少 69.93%；年末应收融资租赁款余额 37.90 亿元，同比减少 29.73%。存量项目集中投向城投平台（占 31.90%；主要面向中西部地区地市及以下的城投平台，租赁物以管网、道路为主，租期 3-5 年）、制造（占 23.92%）、交通运输（占 13.83%，其中航空项目占 53%）、公用事业（占 12.65%，主要客户为水务、电力企业）、建筑（占 9.05%）。2020 年 6 月末，应收融资租赁款余额 33.98 亿元，主要投向城投平台（占 39.55%）、制造（占 23.36%）、交通运输（占 11.20%）、建筑（占 9.90%）、公用事业（占 8.15%）。

2019 年末，光大金租应收融资租赁款余额 860.99 亿元，同比增长 32.55%，经营租赁资产账面价值 52.51 亿元，同比减少 4.30%。融资租赁存量项目中售后回租占 95.02%，集中投向基建（占 63.36%，余额同比增长 46.76%；客户为城投平台，采用售后回租模式，以区县级和开发区平台为主，租赁期一般为 3-5 年）为主，公用事业（占 9.71%，余额同比增长 14.08%；客户为水务、供电、燃气服务企业，采用售后回租模式，租赁期一般为 3-5 年）、交通运输（占 7.48%，余额同比减少 8.17%；以公交和货运车辆为主，占交通运输板块项目余额的 90.96%，对个人客户配备财险公司的履约担保）、转租赁（占 5.13%，余额同比减少 10.25%）。经营租赁存量项目均为飞机租赁项目。2019 年末，光大金租关注类应收融资租赁款余额 12.66 亿元，同比增长 50.11%，不良应收融资租赁款余额 10.61 亿元，同比小幅减少 1.37%。

信托自有资产以货币资金为主，非标和公募基金为辅；受托通道项目占比仍较高，底层主要投向基建和实业，与青海省投的项目逾期金额大。信托业务由光大兴陇信托（2014 年 7 月以 18.32 亿元收购 51%股权，形成商誉 10.57 亿元）负责，2019 年末净资本 97.12 亿元，风险覆盖率 131.11%。2019 年末，自有资产规模 139.55 亿元，同比增长 26.68%；无关注类资产，不良资产余额 4364.05 万元，同比不变。其中投资类资产和货币资金分别占 36.39%和 55.61%，余额分别同比增长 79.42%和减少 1.26%。投资类资产以非标和公募基金为主，2019 年末分别占 63.26%和 33.59%，剩余为股票；非标投资中持有自行管理的信托计划占 26.11%。不良资产主要为早期自有资金信托贷款逾期项目的净值，包括白银有色金属公司（本金 3043 万元）、甘肃宏良皮业股份公司、甘肃天赐一

秀有限公司。

2019 年末，光大兴陇信托受托资产规模 7372.86 亿元，同比增长 28.46%，剔除嵌套后受托资产规模 6980.42 亿元，同比增长 37.79%。资金端集合、单一、财产权信托分别占 58.69%、34.79%、6.52%，规模分别同比变动 55.51%、-6.93%、138.83%；主动融资类和被动事务管理类分别占 34.80%和 31.69%，通道业务占比仍较高。资产端以信托贷款和金融资产投资的形式（分别占 47.63%和 42.70%），主要投向工商企业（占 32.00%）、基建（占 28.42%）、房地产（占 11.97%）、证券市场（占 9.60%）。光大兴陇信托主导管理的盛鼎 1 号集合资金信托（共 6 期，合计 20 亿元，用于向青海省投资集团有限公司贷款）已逾期涉诉。

管理基金主要投向房地产和新兴产业。2019 年，公司管理基金新增募资规模 203 亿港元，净新增资产管理规模 135 亿港元。截至 2019 年末，公司管理基金数 69 只，管理规模合计 1570 亿港元，同比增长 9.41%，外币资产占 26%，其中公司自有资金参与占比达 22.13%。

2019 年，公司新增管理一级市场基金 10 只，新增管理规模 85.06 亿港元；截至 2019 年末，公司管理一级市场基金 35 只，管理规模合计 1093.91 亿港元，主要投向房地产（光大安石，投资金额 533.38 亿港元）、医疗健康、新能源、高新科技、高端制造等，在管项目 152 个，其中自有资金参与规模 395.60 亿港元。2019 年，基金管理业务退出及部分退出项目 33 个，实现资金回流 40.03 亿港元，其中 IPO 和股权转让退出金额分别占 33.74%和 24.53%。

截至 2019 年末，公司二级市场基金管理 27 个基金及专户，管理规模 228 亿港元，投向固定收益、股票、PIPE 类产品的比例分别为 53%、42%、5%。

截至 2019 年末，公司管理 7 只母基金，资产规模达 206.01 亿元，其中自有资金投资 66.80 亿元；聚焦一级和一级半市场，母基金在管项目 36 个，完成子基金项目认缴金额 77 亿元。

环保业务占款相对较重，未来资本支出规模较大。市政污水治理业务由光大水务（1857.HK，通过光大国际持股 72.87%）经营，2020 年 6 月末总资产 232.71 亿港元、净资产 97.16 亿港元。2019 年末，持有运营中（含试运营）的污水处理项目 90 个，设计日处理规模 433.56 万立方米，实际污水日处理规模 392.82 万立方米。业务模式以 BOT/TOT 为主，项目集中在山东、江苏、辽宁地区，80%的项目签有保底处理量协议，收入有一定保障。江苏地区项目收款状况良好，山东地区个别项目水费不能及时到账，鞍山和丹东地区欠费多、欠费时间长（2019 年 4 月末应收鞍山和丹东地区账款余额分别为 847.5 万元和 1.25 亿元）；2017-2019 年污水处理费回收率分别为 102%、93%、93%。2019 年末，水环境综合治理在建项目 2 个、拟建项目 5 个，覆盖江苏、山东、湖北、广西、浙江，项目总投资 61.45 亿元，已累计投资 11.25 亿元；在建污水处理项目 8 个、拟建项目 9 个，覆盖江苏、山东，项目总投资 45.18 亿元，已累计投资 7.3 亿元，资本支出承压。光大水务 60%以上的资产为服务特许权金融应收款，且 90%以上的应收款期限超过 1 年。

废物处理及清洁能源业务由光大绿色环保（1257.HK，通过光大国际持股 69.70%，通过其他独资子公司合计持股 1.11%）经营，2020 年 6 月末总资产 288.67 亿港元、净资产 110.96 亿港元。项目主要分布于安徽、江苏、山东、湖北、四川等省，业务模式以 BOT/BOO 为主。截至 2019 年末，运营中的生物质及生活垃圾综合利用项目 32 个，设计总装机容量 730 兆瓦，年处理能力 621.98 万吨、生活垃圾日处理能力 4600 吨、蒸汽年供应能力 175.20 万吨；运营及完工的危废处理项目 20 个，焚烧年产能 11.28 万吨、填埋年产能 16.10 万吨、其他年处理规模 12.97 万吨、填埋库容 226.20 万立方米；运营中的光伏发电项目 7 个、风电项目 2 个，装机容量分别为 29.88 兆瓦和 96 兆瓦。2019 年末，生物质及生活垃圾综合利用在建项目 13 个、拟建项目 3 个，计划总投资 48.28 亿元；危废处理在建项目 5 个、拟建项目 26 个，计划总投资 97.74 亿元。生物质及危废经营权和项目应收款项分别占光大绿色环保总资产的 45%和 10%左右。

收入持续增长，盈利情况较好。公司收入和利润主要来自银行和证券业务。银行资金端以吸收存款为主，持续收缩同业负债；资产端信贷业务不良率可控，投资类资产配置非标比重较高，持续收缩同业资产。证券传统轻资本业务居行业前列，自营主配信用债，信用业务逾期规模较大，杠杆投资项目需承担大额差额补足义务，1-2 年内业绩承压。保险产品以分红险和年金寿险为主，趸缴占比较高，保险资管主配信用债和非标。环保业务利润空间有限，资金占用较为严重。公司银行和证券业务处于行业前列，盈利能力较好，保险、信托等业务为收入和利润的有益补充；2017-2019 年，公司收入分别为 1360.35 亿元、1615.90 亿元、2082.76 亿元，净利润分

更多资料，欢迎访问 www.wenku120.com

别为 418.96 亿元、421.00 亿元、473.76 亿元。

现金流大幅波动，资金周转压力一般。公司将同业、商业银行存贷业务、券商经纪及信用、保险承保，以及公允价值计量变动计入当期损益的金融投资计入经营活动现金流。2019 年，公司收缩同业规模，对外融资业务规模整体收缩，吸收存款规模扩张等，导致经营活动现金流大幅改善；金融资产投资规模扩张，环保业务资本支出增加，投资活动现金流转为净流出。

截至 2020 年 6 月末，公司合并口径外部融资余额 1.48 万亿元，全部债务资本化比率 73.02%，总体债务负担很重；其中同业负债、债券直融、央行借款占比分别为 49.39%、30.94%、11.34%，同业负债占比较高，自有货币资金、账面银行理财、股票及公募基金持仓合计对短债覆盖勉强。从债务分布来看，公司本部、子公司光大银行、子公司光大证券分别承担 2020 年 6 月末公司合并口径外部融资的 2.94%、83.75%、5.45%；本部不从事具体经营，资产以参控股企业股权为主，债务周转对外部流动性较为依赖。

截至 2020 年 6 月末，公司合并口径共获得银行综合授信 8514.79 亿元，未使用额度 6080.32 亿元，为资金周转提供支持。

主体资质总结：公司为大型央企中国光大集团旗下的管理平台，自身不从事具体经营，控参股众多境内外上市企业，拥有银行、证券、保险、信托等多张核心的金融牌照。银行和证券业务处于行业领先水平，信托、股权投资业务处于行业中上；整体盈利能力较好，综合竞争力较强。公司总体债务负担较重，债务集中于子公司光大银行，本部债务周转对外部流动性有一定依赖。公司股东实力雄厚，在集团内地位重要，外部融资环境良好。整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响极小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：中国光大集团股份公司 20200911

主体覆盖报告：中国光大集团股份公司 20190605

21 宝钢 SCP002

返回

债券基本信息	债券全称	宝山钢铁股份有限公司 2021 年度第二期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		30.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.08 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	中国宝武钢铁集团有限公司(持股比例 49%)					
	主承销商	上海浦东发展银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	2+/2+，稳定		兴业参考收益率		2.37%	
	兴业参考曲线	0.08 年期评分 2+兴业产业债收益率曲线(2.3948,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20 宝钢 SCP024	25.0 亿	2020-11-19	2.08%	0.03 年	2.28%	8.88BP
	20 宝钢 SCP023	25.0 亿	2020-11-13	2.28%	0.02 年	2.19%	5.64BP
	21 宝钢 SCP001	40.0 亿	2021-02-03	2.70%	0.15 年	2.77%	8.55BP

最新报告

事件:

宝山钢铁股份有限公司（以下简称“公司”或“宝钢股份”）披露 2019 年年报。公司 2019 年实现营收 2915.9 亿元，同比减少 4.4%；实现净利润 134.7 亿元，同比减少 41.6%。公司是中国最大的钢铁联合企业,主营钢铁的生产、销售与加工配送。2019 年公司主营业务收入构成：钢铁制造占比 76.8%、加工配送占比 98.3%（合计营收行业间抵消）；毛利率分别为 10.5%、1.8%。

公司 2019 年末资产 3396.3 亿元。同比增加 1.1%；资产负债率 43.7%，同比增加 0.2 个百分点。

点评:

规模优势明显，产品结构高端，产能利用率高，市场地位突出。公司是我国钢铁行业龙头，并且主要生产高科技含量、高附加值的碳钢薄板、厚板与钢管等钢铁精品，主要产品涵盖热轧板、宽厚板、冷轧板、钢管、钢坯以及高速线材等。在合并武钢有限后，公司下辖上海宝山、南京梅山、湛江东山、武汉青山四大生产基地，2018 年末达到粗钢总产能 5022.6 万吨/年、钢材总产能 4704.4 万吨/年的生产规模，规模优势明显。

公司钢铁产品销售以国内为主，2019 年出口占比为 11.2%，出口地区以东南亚、南亚、东亚和澳洲为主。2019 年公司销售钢材 4719 万吨，其中主打产品冷轧碳钢板 1781 万吨、热轧碳钢班 2107 万吨，产销率均超过 100%，公司市场地位突出，销售情况较好。

非钢业务规模较小，多围绕钢铁业务开展。公司除钢铁制造外还有信息科技、电子商务以及金融等多元板块，但是规模相对钢铁主业较小。公司信息科技业务主要集中在宝信软件(上市公司，持股 50.8%，无质押)，主要是为国内钢铁行业提供自动化与信息化解决方案的供应商，产品以软件为主。电子商务以欧冶云商为主，2017 年股权开放和员工持股完成后，公司对其持股比例下降至 36.7%，不再纳入合并报表。宝钢集团财务是全国性非银行金融机构，主要是吸收成员单位存款，对成员单位办理贷款，办理成员单位之间的委托贷款及委托投资，从事同业拆借等。

价格下跌以及原材料价格上涨导致盈利下降。之前受益于行业景气度回升及原武钢股份并表，公司盈利大幅扩张， 2018 年主业利润 232.8 亿元。2019 年，钢铁价格有所下滑并且原材料价格上涨，公司整体盈利下行。2019

更多资料，欢迎访问 www.wenku120.com

年公司主业利润 107.3 亿元，净利润 134.7 亿元，同比减少 42.1%。公司期间费用控制尚可，主要是毛利率下降较多。

经营获现较强，未来现金充裕度有望进一步提升。公司经营获现能力很强，2017-2019 年经营活动净现金流年均规模 360.6 亿元，经营现金流规模充裕；公司在建以及拟建项目多，投资现金流维持高位净流出态势。整体来看，公司全年经营现金流形势乐观，现金充裕度将进一步提高。

存量债务规模较大，经营偿债能力较强。截至 2019 年末公司资产负债率 43.7%，全部债务资本化比率为 28.5%。公司总债务 761 亿，债务负担低于行业均值，但是债务绝对规模较大。2019 年末，公司货币资金/短期债务为 0.21，但是考虑到公司拥有较大规模的应收票据以及理财产品，短期偿债能力尚可。2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数 16.4、全部债务/EBITDA 为 1.2，长期经营偿债能力较强。

兴业研究主体评分为 2+，展望为稳定。公司为央企宝武钢铁集团核心上市子公司、我国钢铁行业龙头企业，产能辐射范围广，营销服务体系健全，产品技术含量高，具有较高的客户粘性。公司盈利能力突出，经营获现能力很强，行业景气度有所下行，盈利能力下降。负债率低于行业均值，存量债务规模仍较大，但经营偿债能力较强，再融资能力较强。整体来看，公司受不利经济环境影响较小，偿还债务的能力较强。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：宝山钢铁股份有限公司 20200520

主体覆盖报告：宝山钢铁股份有限公司 20190520

21 华能集 SCP003

返回

<table>
<tr><td rowspan="8">债券基本信息</td><td>债券全称</td><td colspan="5">中国华能集团有限公司2021年度第三期超短期融资券</td></tr>
<tr><td>债券类型</td><td colspan="2">超短融</td><td>发行规模</td><td colspan="2">20.0 亿元</td></tr>
<tr><td>发行日期</td><td colspan="2">2021-03-09</td><td>发行期限</td><td colspan="2">0.17 年</td></tr>
<tr><td>增信方式</td><td colspan="5">-</td></tr>
<tr><td>特殊条款</td><td colspan="5">-</td></tr>
<tr><td>第一大股东</td><td colspan="5">国务院国资委(持股比例 90%)</td></tr>
<tr><td>主承销商</td><td colspan="5">中信银行股份有限公司</td></tr>
<tr><td>外部评级</td><td colspan="2">AAA/-,稳定</td><td>评级机构</td><td colspan="2">联合资信评估有限公司</td></tr>
<tr><td rowspan="2">兴业观点</td><td>兴业评分</td><td colspan="2">2+/2+，稳定</td><td>兴业参考收益率</td><td colspan="2">2.60%</td></tr>
<tr><td>兴业参考曲线</td><td colspan="5">0.17 年期评分 2+兴业产业债收益率曲线(2.5583,2021/03/08)</td></tr>
</table>

相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	18 华能集 MTN002	20.0 亿	2018-05-22	4.73%	0.21 年	2.71%	-0.02BP
	20 华能集 SCP007	20.0 亿	2020-10-09	2.00%	0.08 年	2.59%	-0.69BP
	21 华能集 SCP002	20.0 亿	2021-02-24	2.30%	0.04 年	2.25%	0.57BP

最新报告

事件:

中国华能集团有限公司（简称“公司”或“华能集团”）披露 2019 年年报、2020 年三季报、评级报告等。2019 年，公司实现营业收入 3061.91 亿元、净利润 115.45 亿元，分别同比增长 9.89%、31.57%。2020 年前三季度，公司实现营业收入 2212.29 亿元，同比增长 1.65%; 净利润 116.18 亿元，同比增长 29.39%。截至 2020Q3，公司总资产 11699.82 亿元，资产负债率为 72.37%。

核心风险点:

1、盈利受煤价波动影响较大;

2、电力行业政策风险;

点评:

五大发电集团之一，电力装机规模优势突出，主业经营稳定，受益于煤价下降等，2019 年以来主业利润大幅提升。公司是五大发电集团之一，电力装机规模很大，规模优势突出。截至 2020Q1，公司各类机组总装机容量 1.83 亿千瓦，其中火电 1.32 亿千瓦、水电 0.27 亿千瓦、风电 0.20 亿千瓦，拥有煤炭年产能 8260 万吨。2019 年，公司完成发电量 7057.09 亿千瓦时，占当年中国全口径发电量的 9.4%。2019 年，公司实现营业收入 3061.91 亿元，同比增长 9.89%，其中发电及供热业务收入 2432.66 亿元，毛利率为 21.41%，煤炭业务、物资贸易业务收入分别为 119.90 亿元、210.41 亿元，毛利率分别为 31.82%、0.50%。受益于煤价下降，公司盈利持续提升。2019 年主业利润为 126.66 亿元，同比扭亏，净利润为 115.45 亿元，同比增长 31.57%; 投资净收益为 48.99 亿元，其他收益 16.85 亿元，发生资产减值损失 92.58 亿元，主要为对落后产能的清理。2020 年前三季度，公司实现营业收入 2212.29 亿元，同比增长 1.65%; 净利润 116.18 亿元，同比增长 29.39%。

经营现金流表现强劲，维持大额资本开支。近年来公司收现比始终在 105%以上，经营获现情况较好。2019 年及 2020 年前三季度，公司经营活动现金流净额分别为 745.09 亿元、478.93 亿元，投资活动现金流净额分别为 -952.13 亿元、-548.01 亿元。公司在建项目以大型水电、核电等新能源项目以及煤矿为主，截至 2019 年底，计划总投资 1370.86 亿元，已投资 891.40 亿元，尚需投入 479.46 亿元，资金需求较大。

资本实力雄厚，经营偿债能力较强，融资渠道畅通。截至 2020Q3，公司资产负债率为 72.37%，全部债务资本化

比率为 67.49%，近年杠杆率呈下降趋势。有息债务 6710.76 亿元，短期债务 2140.18 亿元。同期末，固定资产、在建工程占公司总资产比重分别为 49.30%、10.06%，符合电力行业特征。账面易变现资产包括货币资金 349.16 亿元、交易性金融资产 334.55 亿元、应收账款 640.35 亿元、应收票据 142.10 亿元等，短期流动性储备较好。公司经营获现顺畅，近年 EBITDA 在 800 亿元以上，经营偿债能力良好。截至 2020H1，公司获银行授信总额 1.22 万亿元，尚未使用额度 7400 亿元，备用授信充足；受限资产合计 399.30 亿元，占总资产的 3.41%。公司外部评级为 AAA，发债融资成本低。公司拥有华能国际、华能水电等多家上市公司，直接融资渠道畅通。

主体资质总结：公司是五大发电集团之一，资本实力雄厚，电力规模优势突出，行业地位稳固。公司主业经营总体稳定，受益于煤价下降等，2019 年以来主业利润大幅提升。公司经营获现能力强，备用流动性充足，融资渠道畅通，偿债保障度很高。整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响极小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：中国华能集团有限公司 20201124

主体跟踪报告：中国华能集团有限公司 20200527

主体覆盖报告：中国华能集团有限公司 20190826

21 中化股 SCP010

返回

债券基本信息	债券全称	中国中化股份有限公司 2021 年度第十期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模	30.0 亿元		
	发行日期	2021-03-09		发行期限	0.08 年		
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	中国中化集团公司(持股比例 98%)					
	主承销商	广发银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司		
兴业观点	兴业评分	2+/2+，稳定		兴业参考收益率	2.42%		
	兴业参考曲线	0.08 年期评分 2+兴业产业债收益率曲线(2.3948,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 中化股 SCP009	20.0 亿	2021-03-03	2.48%	0.10 年	2.70%	5.10BP
	21 中化股 SCP007	15.0 亿	2021-02-25	2.40%	0.06 年	2.46%	4.45BP
	16 中化 01	30.0 亿	2016-03-18	3.15%	0.04 年	2.37%	15.72BP

最新报告

事件:

中国中化股份有限公司（以下简称“中化股份”或“公司”）公告 2019 年年报和 2020 年一季报。2019 年，公司实现收入、归母净利润分别为 5446.87、69.34 亿元，同比分别变动-6.91%、6.87%。2020Q1，公司实现收入、归母净利润分别为 1114.71、-13.66 亿元，同比分别下滑 8.05%、196.44%。2019 年，公司实现经营活动现金流净额为 151.43 亿元，同比增长 56.42%。2020Q1，公司经营活动现金流净流出 291.75 亿元。

核心风险点:

公司能源板块受疫情及原油价格暴跌负面影响较大。

公司在建项目后续有一定资本开支压力。

公司债务负担偏高，偿债能力短期有所承压。

两化重组背景下，公司农业板块划出，对公司收入有一定负面影响。

点评:

公司为大型综合性央企，能源板块为公司核心业务，竞争实力突出，但受贸易量下降、原油和成品油价格震荡下行影响，收入同比走低。公司业务覆盖能源、化工、地产及金融四大板块，其中能源板块为公司最主要的收入来源。2019 年，公司实现营业总收入 5446.87 亿元，其中能源、地产和化工板块占比分别为 81.45%、4.60%和 10.11%。能源板块方面，经营主体为中化能源股份有限公司（以下简称“中化能源”）。公司为我国四大石油公司之一，能源板块包括石油贸易、石油炼化、仓储物流和石化销售等，竞争实力突出。石油贸易方面，公司资质齐全，为我国 5 家国营用于原油进口贸易资质和 5 家拥有成品油出口配额的国营石油贸易企业之一，拥有 7000 万吨/年的原油长约，原油进口来源稳定。2018 年以来公司专注于原油进口业务，转口业务规模收缩导致原油贸易量在 2018、2019 年以来持续下降。2017-2019 年公司石油贸易量分别为 13413、10748、10371 万吨，其中原油毛衣链为 12367、9253 和 8434 万吨。石油炼化方面，公司石油炼化产能规模优势较强，炼化产能达 1200 万吨/年，产品多元且附加值较高，但该板块受原油价格波动较大。此外，公司还开展仓储服务、通过自营加油站进行成品油零售，公司还承担了国家原油战略储备建设和收储任务，石化板块在国家石油安全战略中地位较为突出。2019 年，受石油贸易量下降、原油和成品油价格震荡走跌影响，公司能源板块收入下滑，带动整体收入走低。2019 年公司能源板块收入为 4436.69 亿元，同比走低 2.79%；公司地产板块经营主体为中国金茂，收入整体增长；农用化工品板块受控股股东与中国化工集团整合影响，公司原农化板块经营主体中化化肥、中化现代农业等不再纳入合并范围，收入明显下降；公司 2019 年整体收入为 5446.87 亿元，同比下降 6.91%。2020Q1，公司能源板块受疫情、原油价格暴跌影响较大，公司石油贸易量明显下降，石油炼化板块毛利润亏损。2020Q1，

公司实现收入 1114.71 亿元，同比下降 8.05%。

受原油及成品油价格震荡下行影响，公司盈利能力走低。2020Q1 受疫情及原油价格暴跌影响，公司盈利能力明显下滑，EBITDA 利润率亏损。2017-2019 和 2020Q1，公司销售毛利率分别为 6.50%、6.17%、5.90%和 3.10%，EBITDA 利润率分别为 4.63%、4.24%、3.69%和-0.30%。考虑到疫情及原油暴跌主要为短期影响，二季度以来疫情逐步稳定，原油价格低位波动，继续快速下跌的概率较低，公司业绩后续有望有所恢复。

公司债务负担偏重，债务期限结构尚可，但短期流动性一般。受公司房地产板块投资、石油炼化板块在建项目投资影响，公司债务规模有所上升且债务负担偏重。公司债务期限结构尚可，但由于账面货币资金规模不高，短期流动性一般。2017-2019 和 2020Q1，公司调整永续债后资产负债率分别为 77.46%、74.83%、72.52%和 75.20%，全部债务资本化比率分别为 65.00%、61.42%、59.57%和 65.40%。截至 2020Q1，公司有息债务为 2849.28 亿元，其中短期债务为 993.14 亿元，短期债务占比为 34.86%。短期流动性方面，截至 2020Q1，公司期末在手现金为 526.54 亿元，在手现金/短期债务为 0.53 倍。

公司仍有可持续经营能力，下属经营板块在行业内地位和实力较强，融资环境通畅，偿债风险不大。公司 EBITDA 及经营获现尚能覆盖利息开支，有持续经营能力。考虑到公司股东背景雄厚，能源板块行业地位、竞争实力突出，地产板块中国金茂为龙头房企，公司整体融资环境通畅，整体偿债风险不大。2017-2019 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.97、2.65 和 1.71 倍，全部债务/EBITDA 分别为 7.31、7.61 和 11.06 倍。2019、2020Q1，公司受原油价格震荡下行、2020 年一季度新冠疫情和原油价格暴跌影响，公司偿债指标有所弱化，但公司竞争实力和行业地位突出，随着疫情和原油价格逐步稳定，公司偿债指标将有所修复。

公司未来面临一定资本支出压力。公司炼化板块在建泉州炼化二期项目，计划新增 100 万吨乙烯及其衍生物和 200 万吨芳烃产能，计划总投资 324.94 亿元，已投资 187.61 亿元。该项目预计 2020 年下半年正式投产，炼油产能增值 1500 万吨/年。公司炼化板块投资规模大，但该投资有利于提升公司炼化板块实力，提升业务竞争力。

控股股东与中国化工整合取得实质进展，公司农业板块主要资产划出，对公司业务规模造成一定负面影响。2020 年 1 月，公司农业板块下属中化化肥（0297.HK）52.65%股权、扬农集团 39.88%股权、中化现代农业 100%股权均划转至先正达集团股份有限公司。资产划转完成后，中化化肥和中化现代农业不再纳入 2019 年年报合并范围，扬农化工由于协议控制仍纳入公司合并范围，公司 2018 年农业、农用化学品板块收入规模达 338.05 亿元，2019、2020Q1 不再产生农业板块收入。

融资环境通畅，或有风险低。公司拥有中化国际（600500.SH）、中国金茂（0817.HK）和扬农化工（600486,。SH）等境内外上市公司，股权融资环境通畅。截至 2019 年末，公司获得授信总额为 7312 亿元，未使用额度为 6004 亿元。截至 2020Q1，公司受限资产为 843.44 亿元，占总资产比重为 13.88%，主要为存货和投资性房地产，以地产板块资产为主。截至 2020Q1，公司无对外担保。

主体资质总结：公司大型央企，业务覆盖能源、化工、地产、金融四大板块，其中能源板块为公司传统及核心业务。公司 2019 年能源板块受贸易量下降、原油及成品油价格震荡走跌影响，2020Q1 则受疫情及原油价格暴跌影响，公司收入持续走低，盈利有所下滑且在 2020Q1 下滑明显，2020Q1EBITDA 转负。但公司能源板块行业地位、竞争实力非常突出，疫情及原油价格快速下行均为暂时性影响，公司后续业绩有望修复。受盈利下滑及债务负担偏重影响，公司偿债能力有所走低，但公司除 2020Q1 受疫情及原油价格暴跌影响外，历年 EBITDA 及经营获现均可覆盖利息支出，叠加公司融资环境十分通畅，偿债风险较低。公司控股股东与中国化工整合取得实质进展，公司农业板块主要资产划出对收入有一定负面影响，但整体来看两化重组仍有望提升二者业务协同，提高公司整体竞争力，关注后续重组进展。公司融资环境通畅，或有风险低。整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响极小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：中国中化股份有限公司 20200805

主体覆盖报告：中国中化股份有限公司 20190504

21 苏国信 SCP005

返回

债券基本信息	债券全称	江苏省国信集团有限公司 2021 年度第五期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		10.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.25 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	江苏省人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	华夏银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	2/2，稳定		兴业参考收益率		2.72%	
	兴业参考曲线	0.25 年期评分 2 兴业产业债收益率曲线(2.7437,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 苏国信 SCP003	10.0 亿	2021-01-19	2.55%	0.20 年	2.71%	0.00BP
	18 苏国信 MTN002A	5.0 亿	2018-04-23	4.69%	0.13 年	2.69%	-0.03BP
	18 苏国信 MTN003	20.0 亿	2018-07-24	4.22%	0.38 年	2.83%	-1.07BP

最新报告

事件:

江苏省国信集团有限公司（以下简称“公司”或“国信集团”）发布 2020 年半年报、三季报等。2020 年 1-9 月，公司实现营业收入 393.77 亿元，同比减少 2.68%，实现净利润 45.57 亿元，同比增长 1.09%。截至 2020Q3，公司总资产 1969.70 亿元，资产负债率为 46.88%。

核心风险点:

1、除金融业务外，公司其他主营业务盈利能力均偏弱，电力业务盈利受煤价波动影响较大，公司盈利依赖投资收益;

2、金融业务存在一定风险敞口;

点评:

江苏省最大能源企业。公司为江苏省省属重要的国有资产运营平台，主要从事能源、贸易、金融等业务。能源业务主要包括电力和天然气销售。公司为江苏省最大的区域电力供应商，截至 2019 年末，控股装机容量 1566.91 万千瓦，占江苏省总装机容量的 13.84%，其中公司火电装机量达 1320.60 万千瓦，60 万千瓦及以上机组占比超过 66%。2019 年，公司火电机组实现发电量 496.19 亿千瓦时，同比减少 3.33%，平均利用小时数 4202 小时，同比下降 757 小时，主要受区域用电需求增速下降、外来电和清洁能源冲击等影响。平均上网电价为 0.3539 元/千瓦时，受电力市场化扩大影响，同比下滑约 15.99%。2019 年公司能源业务收入为 336.48 亿元，毛利率为 11.90%，较上年均有小幅下降。天然气业务方面，2019 年公司天然气售气量为 40.23 亿立方米，销售收入 90.09 亿元，同比有所上升，贡献净利润约 3.10 亿元。

贸易业务规模小幅收缩。贸易业务主要由舜天集团负责经营，贸易品种较多。2019 年公司贸易业务收入 192.74 亿元，毛利率为 7.74%。2019 年舜天集团实现贸易收入 125.60 亿元，同比小幅收缩，内贸、出售、进口总额分别为 58.40 亿元、40.25 亿元、26.95 亿元。

金融业务盈利能力下滑，存在一定风险敞口。金融业务主要由江苏信托和国信担保经营，2019 年金融板块收入为 18.58 亿元，同比增长 15.19%，毛利率为 70.67%，呈下滑趋势。江苏信托为江苏省内最大的信托公司，在行

业监管趋严背景下，仍取得良好业绩增长，2019 年营业收入为 32.35 亿元，净利润为 24.19 亿元，分别同比增长 42.52%、30.21%。截至 2019 年末，国信担保的担保余额为 44.35 亿元，同比增长 21.14%，2017-2019 年未发生担保代偿。

2020 年前三季度，公司经营业绩保持稳定。2020 年前三季度，公司实现营业收入 393.77 亿元，同比减少 2.68%，其中能源业务收入 238.62 亿元、贸易业务 134.13 亿元、金融业务 16.90 亿元，毛利率分别为 14.03%、7.72%、67.86%。实现净利润 45.57 亿元，同比增长 1.09%。投资收益 31.65 亿元，是利润的主要来源，主要为参股的华泰证券、江苏银行、江苏核电公司等企业贡献。

业务获现能力强，经营现金流保持净流入，同时保持大额资本开支。2019 年、2020 年 1-9 月，公司经营活动现金流净额分别为 68.00 亿元、93.74 亿元，投资活动现金流净额分别-61.96 亿元、-100.23 亿元。截至 2020Q1，公司主要在建电力项目装机容量 279.12 万千瓦，总投资 121.92 亿元，已投资 104.75 亿元，拟建项目为 35 万千瓦风电项目，总投资 63.97 亿元；在建天然气项目总投资 26.37 亿元，已投资 14.04 亿元。

杠杆水平一般，偿债能力较好，融资环境宽松。截至 2020Q3，公司总资产 1969.70 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率分别为 46.88%、38.99%，杠杆水平一般。2019 年公司全部债务/EBITDA 为 5.14 倍，经营偿债能力较好。公司持有较多金融资产等易变现资产，经营获现顺畅，偿债较有保障。截至 2020Q3，公司获得银行授信总额 1475 亿元，未使用额度 1103 亿元，备用流动性充足。公司是江苏省省属国企，拥有 3 家上市公司，融资环境宽松，政策、资金支持力度较大。

主体资质总结：公司是江苏省重要的省属国企，业务多元化发展，主要从事能源、贸易、金融等业务。公司为江苏省最大的电力供应商，具有区域重要性。除金融业务外，其他业务整体盈利能力偏弱，公司盈利对投资收益较为依赖。公司有息债务规模保持扩张，整体杠杆水平保持合理水平。公司业务获现能力强，经营偿债能力较好，外部融资环境宽松，备用流动性充足，偿债保障度高。整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：江苏省国信集团有限公司 20210201

主体跟踪报告：江苏省国信集团有限公司 20200714

主体跟踪报告：江苏省国信集团有限公司 20200424

主体覆盖报告：江苏省国信集团有限公司 20190825

21 福州城投 SCP004

返回

债券基本信息	债券全称	福州城市建设投资集团有限公司2021年度第四期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		6.7 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.66 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	福州市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	中信银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	2/2，稳定		兴业参考收益率		3.11%	
	兴业参考曲线	0.66 年期评分 2 兴业城投债收益率曲线(3.1116,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 福州城投 SCP003	5.8 亿	2021-02-03	3.27%	0.65 年	3.12%	7.13BP
	21 福州城投 SCP002	5.8 亿	2021-01-14	2.87%	0.52 年	3.03%	7.26BP
	21 福州城投 SCP001	11.8 亿	2021-01-05	2.85%	0.49 年	3.00%	7.16BP

最新报告

事件:

福州城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）发布 2020 年一季报。2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 31.3 亿元，实现净利润 1.39 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司总资产 1806.35 亿元，资产负债率为 46.79%，全部债务资本化比率为 37.31%。

核心风险点:

1、公司片区改造和房地产开发业务均面临较大资金压力。

2、公司有息债务规模较大，短期偿债压力较大。

点评:

福州市经济发展水平高。福州市为福建省省会，2019 年实现 GDP 9392.3 亿元，GDP 可比增速为 7.9%，人均 GDP 为 12.09 万元，高于全国平均水平。2019 年三次产业的比例为 5.6:40.8:53.6。地区支柱产业主要为水产、电子信息、机械工业、轻纺、房地产与建材、旅游。

财政实力强，债务负担较轻。福州市 2019 年综合财力为 2240.51 亿元，一般公共预算收入完成 668.08 亿元;政府性基金收入完成 1009.07 亿元。政府财政收支平衡率为 70.16%; 2019 年，福州市地方政府直接债务余额为 1086.71 亿元，地方政府债务率为 48.5%。2019 年发债融资平台有息债务与综合财力之比为 29.6%。

公司是福州市最重要的基础设施建设和片区改造主体。公司是福州市市属大型国有独资公司，控股股东和实际控制人均为福州市人民政府国有资产监督管理委员会。公司是福州市最重要的基础设施建设和片区改造主体，基础设施建设项目资金由市财政拨付。公司主营房地产销售、建筑工程、贸易等业务。

公益性项目成本占比较高，资产流动性较弱。截至 2020 年 3 月末，公司总资产 1806.35 亿元，流动资产占比 44.96%。公司资产主要科目包括，存货 29.56%，其他应收款 8.6%，其他非流动资产 48.05%。同期末，存货 534.03 亿元，其他应收款 155.43 亿元，其他非流动资产 868.01 亿元。存货主要为开发成本和开发产品。其他非流动资产主要为公司代建的市政道路、桥梁工程以及片区综合改造项目工程等。其他应收款主要为对外无息借款及往来款。

公司有息债务规模较大，短期偿债压力较大。2017-2019 年及 2020 年 3 月末，公司资产负债率分别为 46.57%、46.66%、47.96%、46.79%，全部债务资本化率分别为 35.88%、34.44%、37.08%、37.31%。截至 2020 年 3 月末，公司有息债务 572.15 亿元，短期有息债务 150.94 亿元，货币资金比短期债务为 0.46，保障程度较低，短债压力较大。

现金流承压，货币资金持续减少，未来面临较大融资需求。2017-2019 年及 2020 年 1-3 月，公司收现比 92.02%、93.89%、60.22%、131.6%。同期，公司经营活动现金净流量-14.77 亿元、-49.9 亿元、-59.68 亿元、-6.37 亿元，投资活动现金净流量-3.55 亿元、2.57 亿元、-23.6 亿元、-12.43 亿元。同期，公司筹资活动现金净流量 1.42 亿元、31.04 亿元、70.22 亿元、28.08 亿元。整体上看，近年来公司自由现金流净流出较多，货币资金持续减少，未来债务周转及项目建设都将面临较大筹资需求。

融资渠道较通畅。截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 908.16 亿元，未使用额度 519.04 亿元。

或有风险可控。截至 2020 年 3 月末，公司对外担保总额为 25.78 亿元，均为对当地国有企业担保，或有风险可控。

主体资质总结：福建省福州市经济发展水平高，财政实力强，债务负担较轻。公司是福州市最重要的基础设施建设主体，承担较多公益性职能，政府支持力度很大。公司基础设施项目建设业务由市财政局全额拨款，投资压力小；片区改造和房地产业务在建项目规模较大，面临较大资金压力。近年来，公司业务垫资较多，账面资金持续减少，债务负担持续增长，短期偿债压力明显上升，但融资环境较好，融资能力较强。整体来看，违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响很小。
最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：福州城市建设投资集团有限公司 20200805

主体覆盖报告：福州城市建设投资集团有限公司 20191115

21 宁沪高 SCP006

返回

债券基本信息	债券全称	江苏宁沪高速公路股份有限公司2021年度第六期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模	4.0 亿元		
	发行日期	2021-03-09		发行期限	0.48 年		
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	江苏交通控股有限公司(持股比例 54%)					
	主承销商	中国工商银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司		
兴业观点	兴业评分	2/2，稳定		兴业参考收益率	2.95%		
	兴业参考曲线	0.48 年期评分 2 兴业产业债收益率曲线(2.9806,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 宁沪高 SCP003	10.0 亿	2021-02-04	3.00%	0.34 年	2.86%	8.02BP
	20 宁沪高 SCP028	10.0 亿	2020-11-26	2.50%	0.30 年	2.83%	8.72BP
	21 宁沪高 SCP002	4.3 亿	2021-01-25	2.70%	0.20 年	2.80%	8.94BP

最新报告

事件:

公司公布 2020 三季报，2020 前三季度公司实现营业收入 53.53 亿元，同比下降 28.6%，实现净利润 19.35 亿元，同比下降 46.89%，实现经营活动净现金流分别为 23.84 亿元，同比下降 45.53%。

核心风险点:

疫情期间收费公路免费政策对公司前三季度业绩和现金流有负面影响;

资本开支较大，存在一定自由现金流缺口。

点评:

路产收益持续向好，在建项目投资规模较大，但资本开支压力可控。截至 2019 年末，公司控股高速里程 574.23 公里，参股里程 266.21 公里，与上年末持平。2019 年公司实现通行费收入 78.33 亿元，同比增长 4.99%，毛利率 63.28%，同比小幅下降 1.68 个百分点，主要系年内 ETC 优惠力度加大所致，单公里通行费收入为 1364 万元。核心路段沪宁高速车流量同比上升 6.45%，总体来看公司控股路产质量高，单公里路产收入远高于行业平均水平（375 万元）。另外，公司共参股 4 家路产公司在内的 11 家联营企业，2019 年实现投资收益 6.49 亿元，同比增长 12.84%，对盈利形成了良好补充。受益于江苏省发达的经济以及通畅的公路道路网络，公司所属路产经营有保障。公司在建路产项目规模较大，计划总投资 215.75 亿元，截止 2019 年底已投入约 160 亿元，2020-2021 年需投入约 60 亿元，相较公司年 50 亿元的经营活动净现金流，资本支出压力可控。

配套服务业务利润贡献较小，房地产业务收入存在一定波动。公司配套服务板块主要是沿线的油品销售和服务区内的餐饮、商品零售，2019 年配套业务实现收入 13.48 亿元，同比下降 6.53%，毛利率 7.84%，同比上升 2.28 个百分点，毛利率提升主要源自公司油品销售议价能力提升。其中，服务区收入 2.23 亿元，同比增长 22.28%；油品销售收入 10.82 亿元，同比减少 9.42%，收入下降主要由于沪宁高速沿线服务区加油站双层油罐改造施工。整体来看，公司配套服务业务对利润贡献仍然较小。房地产板块方面，2019 年公司实现收入 8.25 亿元，同比下降 17.84%，毛利率 47.59%，同比增加 4.64 个百分点，房地产业务整体规模较小，营收存在一定波动。

盈利能力较强。2019 年，公司实现营业收入 100.78 亿元，同比增长 1.1%；实现净利润 43 亿元，同比下降 3.92%，

利润小幅下降一方面是由于 ETC 优惠力度加大，路产盈利小幅下滑，另一方面 2018 年公司合并瀚威公司确认了 4.3 亿元评估增值收益，2019 年该项利润不可持续。总体来看，公司路产质量较高，盈利能力较强，同时费用控制较好，2019 年公司期间费用率仅为 7.22%。公司 2017-2019 三年销售净利率依次为 38.97%、44.90%和 42.67%，整体盈利能力处于行业较高水平。

经营现金流情况良好，近年投资规模较大存在一定自由现金流缺口。2017-2019 年公司经营净现金流分别为 52.32 亿元、57.15 亿元和 57.63 亿元，收现比保持在 100%以上，经营现金流情况较好。由于在建工程较多，公司投资现金流支出较大，同期投资净现金流分别为-75.83 亿元、-47.74 亿元，-73.92 亿元，存在一定自由现金流缺口。目前公司主要在建路段预计将在 2021 年完工，资本开支压力预计下降。

疫情影响短期流动性，三季度业绩明显好转。为减轻疫情对工商企业的影响，交通部宣布 2 月 17 日起高速公路免收通行费，对 2020 年上半年业绩造成较大影响，公司上半年营收同比下降 44.82%，净利润同比下降 79.26%，经营活动净现金流量同比下降 18.91%。5 月 6 日起恢复高速公路收费，公司业绩明显恢复。2020 年第三季度公司实现营业收入 26.84 亿元，同比增长 0.88%，实现净利润 14.51 亿元，同比增长 10.82%，整体恢复至接近正常水平。

资产流动较弱。截至 2019 年末，公司总资产 556.25 亿元，同比增长 15.5%，其中非流动性资产占比 89.1%，资产流动性较弱。公司资产主要是无形资产（189.28 元、33.77%）、在建工程（145.02 亿元、26.07%）、长期股权投资（69.39 亿元、12.48%）、存货（41.65 亿元、7.49%）等。公司资产规模扩张主要来自在建工程投入，2019 年末公司在建工程共 145.02 亿元，同比增长 43.76%。主要项目五峰山大桥、宜长高速和常宜高速目前建设进度符合预期，截至 2019 年末，已分别完成项目总投资的 73.26%、76.21%和 50.11%，预计 2021 年可以顺利完工。2019 年末，公司资产受限 19.06 亿元，占总资产 3.43%，其中高速收费权抵押 18.52 亿元，受限资产比例较低。2020 年 9 月末，公司资产机构基本保持不变。

公司整体负债率较低，经营偿债能力较强。截止 2020 年 9 月末公司资产负债率 46.45%，全部债务资本化比率为 42.88%，总债务 240.82 亿元，短期债务 112.40 亿元，短期账面货币资金 5.32 亿元，公司货币资金规模较小，短期流动性较为紧张。长期偿债来看，2019 年公司全部债务/EBITDA 为 2.59，EBITDA 利息保障倍数为 16.66，2019 年经营净现金流达到 57.63 亿元，经营偿债能力较强。

银行授信充足，再融资能力较强。截至 2020 年 3 月末，公司未使用信贷额度 324.27 亿元，授信额度充足。公司为上市公司，2020 年以来已经发行多期债券，融资渠道较多，再融资能力较强。

主体资质总结：公司是上市公司（0177.HK,600377.SH），主要运营江苏境内高速公路，所在区域经济水平较高，公司主要路产已进入成熟阶段，路产收益质量高。2019 年公司路产收益保持较高水平，区位条件较好，综合竞争力较强。财务方面，盈利能力处于较高水平，经营现金流情况良好，近年来投资规模较大存在一定资本开支压力。2020 年上半年受疫情和高速公路免征通行费政策影响，公司业绩大幅下滑，短期现金流压力有所加大，但第三季度业绩基本已回复至正常水平。公司银行授信充足，路产质量较高且基本无抵押，债券、股权融资渠道畅通，再融资能力较强，随着疫情得到控制及 5 月 6 日起高速公路恢复收费，预计公司经营将快速恢复，疫情影响整体可控。整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：江苏宁沪高速公路股份有限公司 20201116

主体跟踪报告：江苏宁沪高速公路股份有限公司 20200506

主体覆盖报告：江苏宁沪高速公路股份有限公司 20190505

21 青城 01

返回

债券基本信息	债券全称	青岛城市建设投资(集团)有限责任公司 2021 年非公开发行公司债券(第一期)品种一					
	债券类型	私募债		发行规模		10.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		5 年(3+2)	
	增信方式	-					
	特殊条款	回售条款,调整票面利率条款					
	第一大股东	青岛市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	中信建投证券股份有限公司,中泰证券股份有限公司,海通证券股份有限公司,财通证券股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	2-/3+，稳定		兴业参考收益率		-	
	兴业参考曲线	3 年期评分 2-兴业城投债收益率曲线(3.7051,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	19 青岛城投 PPN001	10.0 亿	2019-03-04	4.85%	2.99 年	4.05%	39.96BP
	19 青岛城投 PPN002	10.0 亿	2019-03-18	4.99%	3.03 年	4.06%	40.23BP
	19 青岛城投 MTN001	15.0 亿	2019-03-21	4.38%	3.05 年	3.85%	19.24BP

最新报告

事件:

青岛城市建设投资（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）披露 2020 年半年报。2020 年上半年公司实现营收 73.3 亿元，同比 33.4%；实现净利润 8.4 亿元，同比增加 116.6%。

2020 年上半年末，公司总资产 2503.5 亿元，相比 2019 年末增加 3.3%；资产负债率 64.46%，相比减少 1.52 个百分点。

核心风险点:

1、公司债务负担重，特别是短期偿债压力大

点评:

青岛市经济发展水平高。青岛市为山东省地级市，2019 年实现 GDP11741.3 亿元，经济规模在山东省内排名第一，GDP 可比增速为 6.5%，人均 GDP 为 12.4 万元，远高于全国平均水平。2019 年三次产业的比例为 3.5:35.6:60.9。地区支柱产业主要为家电电子、石化化工、纺织服装、食品饮料、机械钢铁、汽车机车、船舶海洋工程。

青岛市财政实力强，政府债务负担一般。山东省青岛市 2019 年综合财力为 2700.86 亿元。一般公共预算收入完成 1241.74 亿元，其中税收收入 901.74 亿元，占比 72.6%，收入质量较高。政府性基金收入完成 1205.14 亿元，同比大幅增长。财政收支平衡率为 78.8%，财政自给程度一般。2019 年末，地方政府债务余额 1581.66 亿元，政府债务率为 58.6%，整体债务负担一般。2019 年末发债平台债务率为 153%。

基建业务投资规模很大，保障程度高。公司承担青岛市公共服务性质的基建项目，由青岛市财政拨付 20%项目资本金，剩余建设资金主要依赖国家开发银行长期项目贷款，本息偿付纳入政府财政预算。截至 2020 年 3 月末，公司主要在建基础设施建设项目累计完成 177.3 亿元，投资规模很大。

公司还负责欢乐滨海城区域和红岛区域的土地开发整理业务，通过“招拍挂”转让后获得收益返还。截至 2020 年 3 月末，滨海城已累计投资 58.59 亿元，可开发土地面积 2926 亩，已开发并出让土地 2258 亩，剩余 668 亩

尚未开发，预计在 2 年内开发完毕。红岛区域已累计投资 56.2 亿元，目前尚未出让，已收到政府回款 18.2 亿元。公司土地整理开发出让存在不确定性，近年均未实现相关收入。

金融业务盈利能力较强，存在一定风险，贸易业务盈利能力较弱。公司金融服务业务主要包括担保、融资租赁和小额贷款，2017‾2019Q3 收入分别为 19.56 亿元、36.98 亿元、43.35 亿元，收入持续增长，毛利率也保持较高水平。担保业务方面，截至 2020 年 3 月末，担保业务在保余额 158.1 亿元，累计代偿额 0.55 亿元。小贷业务由青岛城乡建设小额贷款有限公司运营，是山东省规模最大的小额贷款公司。截至 2020 年 3 月末，期末贷款余额 10.76 亿元，逾期贷款余额 0.2 亿元。2019 年，委托贷款余额 184.4 亿元。整体上看，金融业务盈利能力较强，但规模较大，存在一定风险。

贸易业务以国内贸易业务为主，采用以销订购的贸易模式。盈利来源于买卖差价，产品以精煤、原煤、光伏组件及设备、焦炭为主，2019 年实现收入 69.70 亿元，收入规模较大，但毛利率仅为 1.60%，处于微利状态。

主业盈利能力很弱，利润主要来自投资收益和公允价值变动损益，稳定性较差。2017 年-2020H1 公司营业收入分别为 71.31 亿元、116.72 亿元、132.6 亿元、73.3 亿元，收入规模持续增长。同期主业利润分别为-6.2 亿元、0.38 亿元、-13.87 亿元、-5.1 亿元，受财务费用侵蚀，公司主业盈利能力很弱。同期，公司投资收益分别为 14.59 亿元、15.01 亿元、23.6 亿元、12.3 亿元，是利润的主要来源，主要来自对参股公司按股权比率确认的收益、出让部分项目公司股权确认的收益以及理财产品产生的利息收益，投资收益具有较大不确定性，对公司盈利能力稳定性有较大影响。同期，公允价值变动损益分别为 3.11 亿元、-2.87 亿元、6.57 亿元、2.9 亿元，主要来自以公允价值计量的金融资产价值变动，波动较大。同期净利润分别为 7.3 亿元、10.1 亿元、12.7 亿元、8.4 亿元。

资产规模持续增加，流动性尚可。截至 2020 年 6 月末，公司总资产规模为 2503.5 亿，主要由在建工程（368 亿元）、其他应收款（320.2 亿元）、可供出售金融资产(307.9 亿元)、长期应收款（209.5 亿元）、持有至到期投资(198.1 亿元)、其他流动资产（140.0 亿元）、货币资金（165.2 亿元）等构成。其中在建工程主要为道路基建项目。其他应收款主要为红岛财政局等政府单位和国有企业的往来款，长期应收款为胶东机场项目国开行未到账借款及融资租赁款。可供出售金融资产主要为对青钢搬迁项目投资以及对青岛市企业的股权投资。其他流动资产主要为购买的信托资金、不良债权以及其他债权等。货币资金较为充裕，受限比例 19.1%。整体上看，公司持有较多金融类资产，资产流动性尚可。

债务负担较重，以长期债务为主，短债偿债压力一般。2017-2019 年公司资产负债率分别为 64.06%、66.29%、65.98%，全部债务资本化率分别为 55.74%、60.36%、60.58%，负债率较高，有息债务规模很大。截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率 64.46%，如果纳入永续债后，负债率达到 73.77%。公司债务以长期债务为主，短期债务占比约 26.7%。2020 年 6 月末，公司货币资金比短期债务为 0.5，公司另有较大规模金融资产可提供流动性支持，短期偿债压力一般。

投资支出持续处于高位，现金流承压，对外部融资依赖程度较高。2017-2019 年，公司收现比分别为 77.63%、55.27%、77.42%，收现情况不佳。同期，公司经营活动净现金流分别为 6.44 亿元、4.48 亿元、12.49 亿元，投资活动净现金流分别为-186.6 亿元、-176.84 亿元、-210.76 亿元。整体上看，近年来公司在建项目投资支出处于高位，成本回收滞后，现金流承压，资金缺口对外部融资依赖程度较高，筹资现金流持续净流入并推高公司负债水平。

融资能力较强。截至 2020 年 6 月末，公司共获得银行等金融机构授信 572.76 亿元，剩余未使用额度 324.01 亿元，备用流动性充足。

存在一定或有风险。截至 2020 年 6 月末，对外担保余额 21.25 亿元，担保比率 2.4%，存在一定或有风险。

主体资质总结。青岛市经济发展水平高，财政实力强，债务负担一般。公司是青岛市最主要的国有资产管理和基础设施投资运营主体，业务主要包括基础设施建设、金融服务、贸易等。公司基建业务保障性较好，安置房项目回款情况不佳，部分成本通过房地产开发收回，存在不确定性；金融业务盈利能力较强，存在一定风险。公司债务负担较重，现金流承压，对外部融资依赖程度较高。主业盈利能力很弱，利润主要来自投资收益，自身偿债能力偏弱。但公司融资环境较好，且城投地位较高，政府支持力度很大。整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：青岛城市建设投资(集团)有限责任公司 20200906

主体跟踪报告：青岛城市建设投资(集团)有限责任公司 20200529

主体覆盖报告：青岛城市建设投资(集团)有限责任公司 20190804

本报告仅供"广发银行—SOA"使用

21 青城 02

返回

债券基本信息	债券全称	青岛城市建设投资(集团)有限责任公司2021年非公开发行公司债券(第一期)品种二					
	债券类型	私募债		发行规模	10.0 亿元		
	发行日期	2021-03-09		发行期限	8 年(5+3)		
	增信方式	-					
	特殊条款	回售条款,调整票面利率条款					
	第一大股东	青岛市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	中信建投证券股份有限公司,中泰证券股份有限公司,海通证券股份有限公司,财通证券股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司		
兴业观点	兴业评分	2-/3+，稳定		兴业参考收益率	-		
	兴业参考曲线	5 年期评分 2-兴业城投债收益率曲线(3.8715,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 青岛城投 MTN002	10.0 亿	2021-02-26	4.25%	4.99 年	4.18%	29.79BP
	21 青岛城投 MTN001	10.0 亿	2021-02-02	4.19%	4.92 年	4.16%	28.86BP
	20 青岛城投 MTN004	19.0 亿	2020-12-03	4.10%	4.75 年	4.11%	18.82BP

最新报告

事件:

青岛城市建设投资（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）披露 2020 年半年报。2020 年上半年公司实现营收 73.3 亿元，同比 33.4%；实现净利润 8.4 亿元，同比增加 116.6%。

2020 年上半年末，公司总资产 2503.5 亿元，相比 2019 年末增加 3.3%；资产负债率 64.46%，相比减少 1.52 个百分点。

核心风险点:

1、公司债务负担重，特别是短期偿债压力大

点评:

青岛市经济发展水平高。青岛市为山东省地级市，2019 年实现 GDP11741.3 亿元，经济规模在山东省内排名第一，GDP 可比增速为 6.5%，人均 GDP 为 12.4 万元，远高于全国平均水平。2019 年三次产业的比例为 3.5:35.6:60.9。地区支柱产业主要为家电电子、石化化工、纺织服装、食品饮料、机械钢铁、汽车机车、船舶海洋工程。

青岛市财政实力强，政府债务负担一般。山东省青岛市 2019 年综合财力为 2700.86 亿元。一般公共预算收入完成 1241.74 亿元，其中税收收入 901.74 亿元，占比 72.6%，收入质量较高。政府性基金收入完成 1205.14 亿元，同比大幅增长。财政收支平衡率为 78.8%，财政自给程度一般。2019 年末，地方政府债务余额 1581.66 亿元，政府债务率为 58.6%，整体债务负担一般。2019 年末发债平台债务率为 153%。

基建业务投资规模很大，保障程度高。公司承担青岛市公共服务性质的基建项目，由青岛市财政拨付 20%项目资本金，剩余建设资金主要依赖国家开发银行长期项目贷款，本息偿付纳入政府财政预算。截至 2020 年 3 月末，公司主要在建基础设施建设项目累计完成 177.3 亿元，投资规模很大。

公司还负责欢乐滨海城区域和红岛区域的土地开发整理业务，通过“招拍挂”转让后获得收益返还。截至 2020 年 3 月末，滨海城已累计投资 58.59 亿元，可开发土地面积 2926 亩，已开发并出让土地 2258 亩，剩余 668 亩

尚未开发，预计在2年内开发完毕。红岛区域已累计投资56.2亿元，目前尚未出让，已收到政府回款18.2亿元。公司土地整理开发出让存在不确定性，近年均未实现相关收入。

金融业务盈利能力较强，存在一定风险，贸易业务盈利能力较弱。公司金融服务业务主要包括担保、融资租赁和小额贷款，2017‾2019Q3收入分别为19.56亿元、36.98亿元、43.35亿元，收入持续增长，毛利率也保持较高水平。担保业务方面，截至2020年3月末，担保业务在保余额158.1亿元，累计代偿额0.55亿元。小贷业务由青岛城乡建设小额贷款有限公司运营，是山东省规模最大的小额贷款公司。截至2020年3月末，期末贷款余额10.76亿元，逾期贷款余额0.2亿元。2019年，委托贷款余额184.4亿元。整体上看，金融业务盈利能力较强，但规模较大，存在一定风险。

贸易业务以国内贸易业务为主，采用以销订购的贸易模式。盈利来源于买卖差价，产品以精煤、原煤、光伏组件及设备、焦炭为主，2019年实现收入69.70亿元，收入规模较大，但毛利率仅为1.60%，处于微利状态。

主业盈利能力很弱，利润主要来自投资收益和公允价值变动损益，稳定性较差。2017年-2020H1公司营业收入分别为71.31亿元、116.72亿元、132.6亿元、73.3亿元，收入规模持续增长。同期主业利润分别为-6.2亿元、0.38亿元、-13.87亿元、-5.1亿元，受财务费用侵蚀，公司主业盈利能力很弱。同期，公司投资收益分别为14.59亿元、15.01亿元、23.6亿元、12.3亿元，是利润的主要来源，主要来自对参股公司按股权比率确认的收益、出让部分项目公司股权确认的收益以及理财产品产生的利息收益，投资收益具有较大不确定性，对公司盈利能力稳定性有较大影响。同期，公允价值变动损益分别为3.11亿元、-2.87亿元、6.57亿元、2.9亿元，主要来自以公允价值计量的金融资产价值变动，波动较大。同期净利润分别为7.3亿元、10.1亿元、12.7亿元、8.4亿元。

资产规模持续增加，流动性尚可。截至2020年6月末，公司总资产规模为2503.5亿，主要由在建工程（368亿元）、其他应收款（320.2亿元）、可供出售金融资产(307.9亿元)、长期应收款（209.5亿元）、持有至到期投资(198.1亿元)、其他流动资产（140.0亿元）、货币资金（165.2亿元）等构成。其中在建工程主要为道路基建项目。其他应收款主要为红岛财政局等政府单位和国有企业的往来款，长期应收款为胶东机场项目国开行未到账借款及融资租赁款。可供出售金融资产主要为对青钢搬迁项目投资以及对青岛市企业的股权投资。其他流动资产主要为购买的信托资金、不良债权以及其他债权等。货币资金较为充裕，受限比例19.1%。整体上看，公司持有较多金融类资产，资产流动性尚可。

债务负担较重，以长期债务为主，短债偿债压力一般。2017-2019年公司资产负债率分别为64.06%、66.29%、65.98%，全部债务资本化率分别为55.74%、60.36%、60.58%，负债率较高，有息债务规模很大。截至2020年6月末，公司资产负债率64.46%，如果纳入永续债后，负债率达到73.77%。公司债务以长期债务为主，短期债务占比约26.7%。2020年6月末，公司货币资金比短期债务为0.5，公司另有较大规模金融资产可提供流动性支持，短期偿债压力一般。

投资支出持续处于高位，现金流承压，对外部融资依赖程度较高。2017-2019年，公司收现比分别为77.63%、55.27%、77.42%，收现情况不佳。同期，公司经营活动净现金流分别为6.44亿元、4.48亿元、12.49亿元，投资活动净现金流分别为-186.6亿元、-176.84亿元、-210.76亿元。整体上看，近年来公司在建项目投资支出处于高位，成本回收滞后，现金流承压，资金缺口对外部融资依赖程度较高，筹资现金流持续净流入并推高公司负债水平。

融资能力较强。截至2020年6月末，公司共获得银行等金融机构授信572.76亿元，剩余未使用额度324.01亿元，备用流动性充足。

存在一定或有风险。截至2020年6月末，对外担保余额21.25亿元，担保比率2.4%，存在一定或有风险。

主体资质总结。青岛市经济发展水平高，财政实力强，债务负担一般。公司是青岛市最主要的国有资产管理和基础设施投资运营主体，业务主要包括基础设施建设、金融服务、贸易等。公司基建业务保障性较好，安置房项目回款情况不佳，部分成本通过房地产开发收回，存在不确定性；金融业务盈利能力较强，存在一定风险。公司债务负担较重，现金流承压，对外部融资依赖程度较高。主业盈利能力很弱，利润主要来自投资收益，自身偿债能力偏弱。但公司融资环境较好，且城投地位较高，政府支持力度很大。整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台:

主体跟踪报告: 青岛城市建设投资(集团)有限责任公司 20200906

主体跟踪报告: 青岛城市建设投资(集团)有限责任公司 20200529

主体覆盖报告: 青岛城市建设投资(集团)有限责任公司 20190804

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21 武汉城投债 01

返回

债券基本信息	债券全称	2021 年第一期武汉市城市建设投资开发集团有限公司公司债券					
	债券类型	企业债		发行规模		10.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		10 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	武汉市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	中信建投证券股份有限公司,海通证券股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构		上海新世纪资信评估投资服务有限公司	
兴业观点	兴业评分	2-/2-，稳定		兴业参考收益率		-	
	兴业参考曲线	10 年期评分 2-兴业城投债收益率曲线(4.1456,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 武汉城投 PPN001	12.0 亿	2021-03-03	4.16%	4.99 年	4.11%	28.35BP
	20 武汉城投 PPN002	11.8 亿	2020-05-14	3.84%	4.20 年	4.00%	23.09BP
	20 武汉城投 PPN001	6.2 亿	2020-03-10	3.70%	4.01 年	3.98%	23.01BP

最新报告

事件:

6 月 30 日，武汉市城市建设投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）发布了公司债券 2019 年年度报告。2019 年公司实现营业收入 190.36 亿元，同比增加 20.04%；实现净利润 11.26 亿元，同比减少 2.58%。截至 2019 年底，公司总资产 3254.33 亿元，资产负债率为 67.19%。

8 月 28 日，公司发布了公司债券 2020 年半年度报告。2020 年上半年，公司实现营业收入 78.71 亿元，同比减少 11.12%；实现净利润 1.00 亿元，同比减少 83.02%。截至 2020 年 6 月末，公司总资产 3318.52 亿元，资产负债率为 67.01%。

核心风险点:

债务负担较重，对外部融资依赖程度较高;

基建业务与房地产业务投资规模较大，存在资本支出压力。

点评:

武汉市经济发展水平较高。武汉市为湖北省省会，全国重要的工业基地、科教基地和综合交通枢纽，也是中部唯一的副省级城市。2019 年武汉市地区生产总值 1.62 万亿元，全国排名（含直辖市）第 8，按可比价格计算增长 7.4%。人均地区生产总值 14.55 万元，高于 7.09 万元的全国平均水平。2019 年三次产业结构调整为 2.3:36.9:60.8，地区支柱产业主要为钢铁、汽车、电子信息、制造、装备制造、能源环保、食品烟草。

武汉市财政自给程度一般，债务负担一般。武汉市 2019 年一般公共预算收入完成 1564.12 亿元，其中税收收入 1320.34 亿元，占一般公共预算收入比重为 84.41%，收入质量尚可。政府基金收入 1744.39 亿元。2019 年武汉市一般预算支出 2237.51 亿元，政府财政收支平衡率为 69.92%，财政自给程度一般。2019 年末，武汉市地方政府债务 3376.70 亿元，与综合财力（未披露上级补助情况，按一般预算支出+政府性基金支出估算）之比为 77.54%，政府债务负担一般。

2019 年业务收入结构稳定。公司为武汉市下属规模最大的融资平台，主要从事武汉市区域内的水务、燃气、基础设施项目的建设和运营。2019 年，公司实现营业收入 190.36 亿元，同比增加 20.04%；主要由燃气、水务、

工程建设、房地产销售四大板块构成，营收占比分别为 27.72%、14.66%、18.58%、26.60%，较上年变化不大。

2020 年上半年，公司实现营业收入 78.71 亿元，同比减少 11.12%。

公用事业板块具有区域专营性，对收入和利润贡献稳定。公司公用事业板块包括水务和燃气板块。公司的供水及污水处理业务主要由水务集团运营，主要包括自来水的生产和销售、污水处理的投资建设与运营。公司承担着武汉城区 80%以上的供水任务，在当地市场具有绝对主导地位。2019 年，公司完成计费售水量 8.31 亿立方米，同比增长 2.88%；实现供水销售收入 13.04 亿元，较上年增加 0.03 亿元；实现污水处理收入 12.94 亿元，较上年增加 1.24 亿元。燃气板块，公司对武汉市多个区域供气，2019 年实现燃气收入 52.76 亿元，毛利率 7.17%。

项目待投资规模很大，存在较大的资本支出压力。公司基建业务的资金平衡模式包括市政府注入的财政性资金和土地资源与城建项目投资综合平衡两种。截至 2019 年末，公司主要在建拟建项目总投资约 457.34 亿元，未来三年部分主要项目投资规模分别为 70.77 亿元、58.80 亿元、206.20 亿元，存在较大的资本支出压力。公司基建项目资金来源主要包括地方政府专项债、拨付的相关专项建设资金等。

房地产销售收入增长，后续投资支出仍很大。房地产销售项目集中于武汉市。2019 年，公司实现房地产销售收入 50.63 亿元，较上年增加 5.49 亿元；业务毛利率 47.42%，较上年上升 9.56%。截至 2020 年 3 月末，公司主要房地产在建和拟建项目预计投资总额为 552.42 亿元，已累计投资 189.84 亿元，后续投资支出仍很大。

投资支出持续处于高位，现金流承压，对外部融资依赖程度较高。2019 年，公司收现比由上年末的 114.40%下降至 102.80%，收现情况尚可。同期，公司经营活动净现金流由上年的-3.96 亿元扩大至-21.55 亿元；投资活动净现金流由上年的-54.36 亿元扩大至-133.83 亿元;筹资活动净现金流由上年的 69.62 亿元扩大至 135.89 亿元。整体上看，公司在建项目投资支出处于高位，成本回收滞后，现金流缺口扩大，对外部融资依赖程度增加。

2020 年上半年，公司经营活动净现金流-22.89 亿元，投资活动净现金流-42.25 亿元，筹资活动净现金流 50.53 亿元，现金流结构较上年无明显变化。

资产以在建工程为主，流动性较弱。截至 2019 年末，公司资产总计 3254.33 亿元，同比增加 9.65%，资产规模很大；主要构成中，在建工程占 60.38%，其他应收款占 10.62%，货币资金占 9.02%，存货占 8.32%，资产流动性较弱。在建工程主要为承建的基建项目，其他应收款主要为公司与武汉市人民政府城市建设基金管理办公室、武汉市城建委等政府相关部门之间的往来款，回款风险不大。存货主要为房地产和土地开发成本。

截至 2020 年 6 月末，公司总资产 3318.52 亿元，资产结构较上年末无明显变化。

债务负担较重，但短债压力不大。截至 2019 年末，公司资产负债率 67.19%，较上年末减少 0.26 个百分点；全部债务资本化率率 60.90%，较上年末增加 1.28 个百分点，债务负担较重。期限结构来看，以长期债务为主，短期债务占比 15.93%。融资渠道来看，银行借款占 49.53%，债券直融占 44.60%，非标融资占 5.87%，结构较为合理。同期现金短债比 1.11，短期偿债压力不大。

截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率 67.01%，负债结构较上年末无明显变化。

备用流动性充裕，或有负债风险不大。截至 2020 年 6 月末，公司银行授信额度为 2200.35 亿元，未使用授信额度为 841.71 亿元，备用流动性充足；截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额为 37.33 亿元，占净资产的比例为 3.46%，被担保企业主要为武汉市的国有企业以及政府单位，或有负债风险不大。

主体资质总结：武汉市经济发展水平较高，财政实力较强，政府债务负担一般。公司为武汉市下属规模最大的融资平台，获政府支持力度较大。公司主要从事武汉市区域内的水务、燃气和基础设施项目的建设和运营，核心业务具备一定垄断优势。基建业务与房地产业务投资规模较大，存在资本支出压力，对外部融资依赖程度较高。公司资产以在建工程为主，流动性较弱。债务负担较重，但短债压力不大；备用流动性充裕，或有负债风险不大。整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响较小。
最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：武汉市城市建设投资开发集团有限公司 20200925

主体覆盖报告：武汉市城市建设投资开发集团有限公司 20190715

21天恒置业CP001

返回

债券基本信息	债券全称	北京天恒置业集团有限公司2021年度第一期短期融资券					
	债券类型	短融		发行规模		20.0亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		1年	
	增信方式	-					
	特殊条款	交叉保护条款,出售/转移重大资产					
	第一大股东	北京市西城区国有资产监督管理委员会(持股比例100%)					
	主承销商	光大证券股份有限公司,江苏银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/A-1,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3+/3+，稳定		兴业参考收益率		3.64%	
	兴业参考曲线	1年期评分3+兴业城投债收益率曲线(3.5086,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20天恒置业PPN003	20.0亿	2020-06-22	4.30%	1.30年	4.00%	63.60BP
	17天恒置业MTN001B	4.0亿	2017-08-01	5.50%	1.41年	3.96%	56.00BP
	20天恒置业SCP005	10.0亿	2020-11-17	4.33%	0.44年	3.66%	59.62BP

最新报告

事件:

北京天恒置业集团有限公司（以下简称“公司”）发布2020年一季报。2020年1-3月，公司实现营业收入3.64亿元，实现净利润-1.3亿元。截至2020年3月末，公司总资产718.9亿元，资产负债率为73.82%，全部债务资本化比率为71.24%。

点评:

北京市西城区经济发展水平很高。西城区2019年实现GDP 5007.3亿元,GDP可比增速为6.1%,人均GDP为43.24万元，经济发展水平很高。2019年三次产业的比例为0:5.6:94.4，地区支柱产业主要为金融业。

财政实力强，隐性债务负担偏重。西城区2019年综合财力为432.2亿元，一般公共预算收入完成431.11亿元;政府性基金收入完成0.5亿元。政府财政收支平衡率为100.77%，政府财政自给程度较高; 2018年发债融资平台有息债务与综合财力之比为197.42%，隐性债务负担偏重。

公司为北京市西城区重要的棚户区改造及土地一级开发投资建设主体。公司为北京市西城区重要的棚户区改造及土地一级开发投资建设主体，控股股东及实控人为北京市西城区国资委。公司主要公益性项目回款方为北京市西城区政府。

资产以存货和其他应收款为主,流动性较弱。截至2020年3月末,公司总资产718.9亿元,流动资产占比91.11%。公司资产主要科目包括，存货43.86%，其他应收款31.14%。同期末，存货315.33亿元，其他应收款223.83亿元。存货主要为开发产品及开发成本，其他应收款主要是垫付拆迁款和土地竞拍保证金等，整体流动性较弱。

主业盈利尚可，但对房地产业务依赖度较高，易产生波动。2017-2019年及2020年1-3月，公司营业收入分别为44.63亿元、75.4亿元、46.88亿元、3.64亿元，收入主要来自房地产业务，具有一定盈利能力，同期主业利润分别为2.85亿元、4.61亿元、4.17亿元、-0.98亿元。同期净利润分别为3.97亿元、3.35亿元、2.86亿元、-1.3亿元。

公司债务负担较重，但短债压力不大。2017-2019年及2020年3月末，公司资产负债率分别为81.09%、74.09%、73.02%、73.82%，全部债务资本化率分别为77.79%、70.34%、69.61%、71.24%。截至2020年3月末，公司有息债务466.22亿元，短期有息债务112.7亿元，货币资金比短期债务为0.81，短期偿债压力不大。

往来款净流出较多，经营性现金流表现一般。2017-2019 年及 2020 年 1-3 月，公司收现比 134.23%、61.72%、89.31%、75.12%。同期，公司经营活动现金净流量-19.1 亿元、-35.58 亿元、34.03 亿元、-17.53 亿元，投资活动现金净流量-66.01 亿元、-1.01 亿元、-2.43 亿元、2.21 亿元。同期，公司筹资活动现金净流量 100.45 亿元、-18.82 亿元、-1.68 亿元、8.14 亿元。整体上看，公司近年往来款支出规模较大，经营性现金流表现一般。

融资能力较强，。截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 543.37 亿元，未使用额度 160.35 亿元，备用流动性充足。

存在或有风险。截至 2020 年 3 月底，公司对外担保金额 19.08 亿元，担保比率 13.78%，为对北京悦恒置业有限公司和北京厚泰房地产开发有限公司提供的信用担保，被担保企业目前正常经营。

兴业研究主体评分为 3+，原体系为 3+，展望为稳定。北京市西城区经济发展水平很高，财政实力强，隐性债务负担偏重。公司为北京市西城区重要的棚户区改造及土地一级开发投资建设主体，主业分为房屋销售、商品销售两大板块，商业房地产项目布局集中在北京，销售前景较好，该板块收入持续性较高，公益性房地产项目面临较大资金压力。财务方面，公司资产以存货和其他应收款为主，流动性较弱，有息债务规模较大，债务负担重，但融资渠道通畅。整体来看，违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性极小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：北京天恒置业集团有限公司 20200702

主体覆盖报告：北京天恒置业集团有限公司 20191127

21 华能水电 SCP004

返回

债券基本信息	债券全称	华能澜沧江水电股份有限公司 2021 年度第四期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		20.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.25 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	中国华能集团公司(持股比例 50%)					
	主承销商	中国工商银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		东方金诚国际信用评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3+/3+，稳定		兴业参考收益率		2.96%	
	兴业参考曲线	0.25 年期评分 3+兴业产业债收益率曲线(2.8461,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 华能水电 SCP003	10.0 亿	2021-01-18	2.78%	0.18 年	2.79%	8.73BP
	21 华能水电 SCP001	10.0 亿	2021-01-14	2.58%	0.12 年	2.75%	8.34BP
	21 华能水电 SCP002	10.0 亿	2021-01-15	2.78%	0.12 年	2.75%	8.17BP

最新报告

事件:

华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“公司”或“华能水电”）发布的 2019 年年报显示，2019 年公司实现营业收入 208.01 亿元，同比增长 34.06%，净利润 59.37 亿元，同比减少 1.87%。截至 2019 年底，公司总资产 1674.60 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率分别为 66.11%、63.78%，分别较 2018 年底下降 6.70、7.03 个百分点。

点评:

云南省最大的发电企业，水电装机规模大，发售电量持续增长，盈利能力较强。公司是以澜沧江全流域为开发主体的水电企业，主营业务为水力发电项目的开发建设等。公司是国内第二大流域水电开发公司，也是云南省最大、澜沧江区域最大的水力发电企业。截至 2019 年末，公司已投产装机容量达 2318.38 万千瓦，占云南省统调装机容量的 27.83%。2019 年公司完成发电量 1044.06 亿千瓦时，占云南省调发电量 31.12%，继续保持省内装机规模第一、发电量第一的地位。

2019 年，公司上网电量 1036.81 亿千瓦时，同比增长 27.80%，平均结算电价为 0.226 元/千瓦时，同比增加 0.00381 元/千瓦时，发电设备利用小时数为 4568 小时，同比增加 440 小时。受益于云南省统调需求和省内水电交易电量大幅增长、新增机组陆续投产等，2019 年，公司实现营业收入 208.01 亿元，同比大幅增长 34.06%。其中，水力发电收入 204.71 亿元，占比超过 98%，毛利率为 56.07%，近年毛利率持续提升。公司实现净利润 59.37 亿元，同比减少 1.87%，主要是上年出售云南华电金沙江中游水电开发有限公司 23%股权（交易价约 61.17 亿元），录得大额投资收益。

经营获现能力较强，自由现金流稳定较好，对筹资依赖度较低。公司经营活动现金流保持稳定净流入，2017-2019 年净额分别为 85.74、109.22、161.64 亿元。同期公司投资活动现金流净额分别为-84.59、-35.56、-36.58 亿元。随着澜沧江上游项目陆续投产，公司投资活动现金流净流出有所收缩。此外，2019 年公司重新以较低成本收购云南华电金沙江中游水电开发有限公司 11%股权，交易价 19.98 亿元。目前在建项目主要是托巴电站，未来公司仍保持一定规模的资本支出，2020 年资本性支出计划为 51 亿元。整体来看，公司自由现金流保持为正，对筹资活动依赖度较低。

杠杆水平一般，经营偿债能力尚可。截至 2019 年末，公司总资产 1674.60 亿元，主要构成为与发电机组相关的固定资产和在建项目，合计占比 89.02%，符合电力行业的特征。公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 66.11%、63.78%，处于行业中位水平，杠杆率呈现逐年下降趋势。2019 年末总债务 999.16 亿元，短期债务 172.31 亿元，债务期限结构较为合理。公司账面货币资金储备较少，但经营现金流保持大额净流入，能为偿债提供较好保障，EBITDA 利息保障倍数保持在 3 倍以上，经营偿债能力尚可。

融资渠道畅通。截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 2252 亿元，未使用额度 1467 亿元，备用流动性充足。公司于 2017 年在 A 股上市，直接融资渠道畅通。此外，公司下属子公司涉及 1 起未决诉讼，涉案金额 1.36 亿元，金额较小，对公司经营影响不大。

兴业研究主体评分为 3+，展望为稳定。公司是华能集团下属电力上市公司、澜沧江流域的水电开发企业、云南省最大的发电企业，水电装机规模较大，发电效率较高。2019 年公司发售电量稳步增长，盈利能力保持较强。经营获现顺畅，自由现金流稳定较好，对筹资依赖度较低。公司资产实力雄厚，近年债务规模有所下降，杠杆水平一般，经营偿债能力尚可，再融资环境宽松。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性极小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：华能澜沧江水电股份有限公司 20200518

主体覆盖报告：华能澜沧江水电股份有限公司 20191108

21 江西交投 SCP003

返回

债券基本信息	债券全称	江西省交通投资集团有限责任公司 2021 年度第三期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		25.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.16 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	江西省交通运输厅(持股比例 90%)					
	主承销商	招商银行股份有限公司,渤海银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3+/3+，稳定		兴业参考收益率		2.80%	
	兴业参考曲线	0.16 年期评分 3+兴业产业债收益率曲线(2.7492,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	14 赣高速 MTN002(7 年期)	15.0 亿	2014-05-06	6.15%	0.17 年	2.72%	0.35BP
	14 赣高速 MTN003(7 年期)	5.0 亿	2014-05-15	6.40%	0.19 年	2.71%	-0.21BP
	16 赣高速 PPN002	49.0 亿	2016-04-26	4.40%	0.14 年	3.18%	48.64BP

最新报告

事件:

公司公布 2020 三季报，2020 前三季度公司实现营业收入 162.82 亿元，同比增长-12.1%；实现净利润 25.42 亿元，同比增长 21.75%；实现经营活动净现金流 49.1 亿元，同比增长 47.43%。

核心风险点:

1、公司在建及拟建项目待投资规模大，公司筹资压力较大。

2、公司短期债务偿付压力较大。

点评:

近三年业绩稳定，未来资金支出压力较大。公司运营江西省内约 87%的高速路产，省内地位突出。截至 2020 年 3 月底，公司已建成高速公路 50 条，管理高速公路通车里程 5377 公里，其中 16 条为政府还贷性高速公路，34 条为经营性高速公路。2017-2019 年，公司营业收入分别为 155.82 亿元、230.68 亿元和 280.95 亿元，保持增长态势，2019 年公司实现营业收入同比增长 21.79%，主要系 2018 年末新并入交通工程集团所致；同期实现毛利润分别为 75.51 亿元、91.51 亿元和 101.41 亿元，毛利率分别为 48.46%、39.67%和 36.18%，公司总体毛利率呈稳定状态。公司营业收入和毛利率主要来自于车辆通行费版块，2019 年收费公路收入贡献占比 53.73%，其中鹰瑞北高速、昌金高速、泰赣高速、昌九高速、梨温高速路产等收入贡献较大，整体收益质量一般，剩余收费年限较长。截至 2020 年 3 月底，公司共有 5 个在建高速公路项目，总投资 647.57 亿元，尚需投资 525.40 亿元；共 3 个拟建高速公路项目，概算总投资 420.70 亿元，公司在建及拟建高速公路项目待投资规模大，筹资压力较大。

疫情影响公司 2020 年前三季度和全年业绩，整体冲击有限。为减轻疫情对工商业企业物流成本压力，2020 年 2 月 15 日，交通部发布通知，自 2020 年 2 月 17 日起至疫情结束，全国收费公路免收车辆通行费。叠加春节期间全国收费公路免费延长，公司 2 月份以来几乎没有通行费收入。由于高速公路收现情况好，通行费收入意味着经营活动现金流的流入，免费意味着现金流流入量的短期大幅下降。2020Q1 公司实现通行费收入 11.37 亿元，

同比下降 72.42%，相当于 2019 年全年的 7.55%；同期公司经营活动净现金流为 7.36 亿元，同比下降 65.53%，净利润亏损 14.49 亿元。

目前国内疫情已基本得到控制，物流逐步恢复，高速公路车流量恢复很快，4 月 28 日，交通部发文，5 月 6 日开始全国高速公路恢复收费。公司二、三季度实现通行费收入 77.69 亿元，同比上升 8.34%；同期实现经营活动净现金流入 41.74 亿元，同比上升 264.22%，前三季度净利润扭亏为盈。公司整体业绩受疫情冲击影响有限，目前已基本恢复至往年正常水平。

资产规模持续增长，以非流动资产为主。截至 2020 年 9 月底，公司总资产为 3438.67 亿元，同比增加 2.31%，其中非流动资产占比 83.31%。占比规模较大的资产有：固定资产 2479.28 亿元（72.10%），货币资金 299.13 亿元（8.70%），长期股权投资 241.81 亿元（7.03%）。其中，固定资产主要由公路资产和房屋建筑物构成，运营中的高速公路资产可以为公司持续带来稳定的通行费收入，整体资产质量较好。

经营活动现金流保持净流入。公司主业获现能力强，业务收现比基本在 100%左右，经营活动净现金流整体仍维持较高水平。2017-2019 年，公司实现经营活动净现金流入分别为 90.19 亿元、129 亿元和 197.88 亿元，维持净流入水平。2020 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 49.10 亿元，同比上升 47.40%，主要原因是与经营性相关的专项债资金流入增长。2017-2019 年及 2020 年前三季度，公司实现投资活动净现金流分别为-110.75 亿元、-219.57 亿元、-210.43 亿元和 35.11 亿元，2020 年前三季度投资活动现金净流入主要系收回投资收到的现金大幅增加所致。同期，筹资活动净现金流分别为 19.42 亿元、187.17 亿元、-57.80 亿元和 63.41 亿元，考虑到公司在建及拟建项目待投资规模以及债务即期偿付规模，公司筹资压力较大。

短期偿债依赖续作，整体偿债压力一般。截至 2020 年 9 月末，公司资产负债率为 62.46%，全部债务资本化比率为 56.14%，公司有息债务逐年增加，以长期债务为主。截至 2020 年 9 月末，公司短期债务为 467.11 亿元，占总债务的 28.27%，货币资金对短期债务的覆盖率为 0.64，短期债务依赖续作。2019 年公司全部债务/EBITDA 由 2018 年的 11.29 倍小幅提升为 11.39 倍，EBITDA 利息倍数由 2018 年的 1,98 倍小幅下降为 1.92 倍，考虑到公司在江西省高速公路经营领域的主导地位以及各级政府对公司的有力支持，公司整体偿债能力较强。

备用流动性充足，或有风险相对可控。银行授信方面，截至 2020 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 4397.55 亿元，未使用额度 2854.17 亿元，备用流动性较强。公司旗下拥有上市公司赣粤高速（600269.SH），具备直接融资渠道。截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 29 亿元，担保比率为 2.27%，被担保单位为江西省铁路投资集团有限责任公司，或有负债风险很低。

主体资质总结：公司为江西省高速公路主要运营主体，省内地位突出，路产收益质量一般。近三年业绩稳定，通行费收入稳定增长。疫情期间免通行费政策影响 2020 年一季度的收入，但整体冲击有限，公司业绩已基本恢复至往年正常水平。公司负债率较高，短期债务偿还依赖续作，整体偿债压力尚可，备用流动性较强。整体来看，违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性极小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：江西省交通投资集团有限责任公司 20210204

主体跟踪报告：江西省高速公路投资集团有限责任公司 20200720

主体跟踪报告：江西省高速公路投资集团有限责任公司 20200526

主体覆盖报告：江西省高速公路投资集团有限责任公司 20190718

21 温州铁投 SCP001

返回

债券基本信息	债券全称	温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司 2021 年度第一期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		2.5 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.49 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	交叉保护条款,事先约束条款					
	第一大股东	温州市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	兴业银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		联合信用评级有限公司	
兴业观点	兴业评分	3+/3+，稳定		兴业参考收益率		3.28%	
	兴业参考曲线	0.49 年期评分 3+兴业城投债收益率曲线(3.2775,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20 温州铁投 SCP004	2.5 亿	2020-09-21	2.98%	0.04 年	3.11%	75.68BP
	20 温州铁投 SCP003	2.5 亿	2020-09-15	3.18%	0.02 年	3.02%	75.21BP
	15 温州铁投债	7.0 亿	2015-08-26	5.04%	9.48 年	5.66%	87.23BP

最新报告

调整理由：为了实现城投公司评分与产业评分的可比性，并提升投机档评分的区分度，按照新评分定义，根据相对排序的结果及城投评分中枢位置（详见报告《城投及地产评分分布探析》），对城投公司评分进行调整。

事件:

温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司（以下简称“温州铁投”或“公司”）公告 2019 年年报和 2020 年一季报。2019 年公司实现收入、归母净利润分别为 0.46、2.02 亿元；2020Q1 公司实现收入、归母净利润分别为 0.75、-0.06 亿元。截至 2020Q1，公司资产、负债分别为 394.95、164.53 亿元，资产负债率由 2018 年的 43.30%略降至 41.66%。

点评:

浙江省财政实力强且财政收入规模持续增长，区域债务负担不重。2019 年浙江省综合财力为 20441.88 亿元。2019 年浙江省实现一般预算收入 7048 亿元，同比增长 6.8%，其中税收收入金额为 5898.17 亿元，税收收入占比为 83.69%。财政自给程度高，财政收支平衡率为 70.11%。2019 年浙江省实现政府性基金收入为 10607.82 亿元，增长 21.4%，主要系土地出让情况较好所致。2019 年浙江省政府直接债务余额/综合财力为 60.22%。2018 年，浙江省发债城投平台债务余额为 21239.54 亿元，按此估算占 2019 年综合财力比重为 103.90%。

所属区域为温州市，经济发展水平和财政实力稳步增长，区域债务负担较轻。温州市经济总量位居浙江省中游，2019 年温州市实现 GDP 6606.1 亿元，GDP 可比增速为 8.2%，经济发展速度加快，按常住人口计算的人均 GDP 为 7.12 万元，高于全国平均水平。2019 年，温州市实现一般预算收入 579 亿元，财政自给率为 53.4%。受益于政府性基金收入的大幅增长，2019 年温州市综合财力为 2504.0 亿元，政府直接债务/综合财力为 27.4%，估算 2019 年发债城投有息债务/综合财力约为 74%。

温州市 2019 年土地市场景气度上升。根据中指数据显示，2017-2019 年温州市土地出让面积分别为 1085.10、1081.92 和 1129.92 万平方米，土地出让金规模分别为 801.46、729.43 和 1016.38 亿元，住宅、商办用地成交楼面均价分别为 3351.26、2899.14 和 3778.33 元/平方米。

公司为温州市市域铁路唯一的建设主体，主业公益性强，在温州市城投地位重要。公司铁路建设项目稳步推进，短期收入贡献有限，因此公司主业经营利润较低，净利润主要来自于政府补助，体现在其他收益或营业外收入。2017-2019 年公司其他收益/营业外收入分别为 2.50、2.51 和 1.80 亿元，净利润分别为 2.21、2.24 和 2.02 亿元。公司资产主要为固定资产、在建工程和其他非流动资产，2019 年固定资产大幅增长主要来自于市域铁路 S1 线工程完工转固，在建工程主要为公司在建的市域铁路投资，其他非流动资产主要为公司代表温州市政府持有的铁路项目。截至 2020Q1，公司总资产为 394.95 亿元，其中固定资产、在建工程和其他非流动资产分别为 120.99、

105.13和60.02亿元。

公司市域铁路建设项目资金主要来自于财政资金，公司有息债务负担轻，偿债压力小。2017-2019和2020Q1，公司资产负债率分别为41.04%、43.30%、50.50%和41.66%，有息债务分别为89.82、99.15、111.65和67.01亿元，全部债务资本化比率分别为35.39%、36.10%、35.75%和22.53%。公司市域铁路建设资金主要来自于财政资金，主要体现为专项应付款和计入资本公积的财政资本金注入，另外公司部分项目通过PPP方式开展，预收的PPP项目运营合作费也计入负债中。截至2020Q1，公司长期应付款金额为27.87亿元，其中专项应付款金额为16.27亿元。公司其他非流动负债为58.94亿元，主要为预收PPP项目运营合作费。公司近年来资本公积持续增长，主要来自于项目财政资本金注入，2017-2019和2020Q1资本公积分别为92.95、103.18、123.14和153.36亿元。

融资环境通畅，或有风险可控。截至2019年底，公司获得银行授信总额为265.59亿元，剩余未使用授信金额为137.97亿元。公司债券再融资环境通畅。公司无资产受限，对外担保金额为34.95亿元，占净资产比重为17.41%，主要为对区域内国有企业担保，或有负债风险可控。

兴业研究主体评分为3+，原体系为3+，展望为稳定。温州市经济总量位居浙江省中游水平，经济发展水平较好，财政实力较强，但财政自给程度不高。温州市债务负担不重。公司为温州市市域铁路唯一的建设主体，在区域内城投地位重要，铁路建设资金主要来自于财政资金，有息债务负担轻，偿债压力小。公司融资环境通畅，或有风险不高。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性极小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司 20200607

主体覆盖报告：温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司 20190912

21 珠华 G1

返回

债券基本信息	债券全称	珠海华发集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行绿色公司债券(第一期)(专项用于碳中和)					
	债券类型	公司债		发行规模		10.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		5 年(3+2)	
	增信方式	-					
	特殊条款	回售条款,调整票面利率条款					
	第一大股东	珠海市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	中信证券股份有限公司,华金证券股份有限公司,国泰君安证券股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3+/3+，稳定		兴业参考收益率		-	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3+兴业产业债收益率曲线(3.7533,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	19 华发集团 MTN002	15.0 亿	2019-01-21	4.26%	2.88 年	4.31%	68.81BP
	19 华发集团 MTN003	10.0 亿	2019-04-19	4.93%	3.13 年	4.37%	69.47BP
	19 华发集团 MTN001	10.0 亿	2019-01-14	4.10%	2.86 年	4.30%	68.82BP

最新报告

事件:

珠海华发集团有限公司（以下简称“公司”或“华发集团”）发布 2020 年三季度财报。2020 年前三季度，公司实现营收 755.26 亿元，净利润为 37.51 亿元。同期，经营、投资净现金流分别为 103.79、-439.74 亿元。截至 2020Q3，公司总资产 4556.64 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率分别为 71.85%、62.35%。

核心风险点:

在建项目待投资规模加较大，面临较大资本支出压力

房地产和土地开发业务受宏观政策和房地产市场的影响，收益实现具有一定的不确定性

点评:

子公司华发股份为中型房企，区域布局较好，2019 年销售业绩快速增长，目前土储充足。房地产板块经营主体为上市子公司华发股份，经营较为独立。华发股份为中型房企，主要开发产品为住宅。2016-2019 年和 2020H1 合同销售金额分别为 357.3 亿元、310.2 亿元、582 亿元、922.7、440.7 亿元。2017 年受珠海房地产调控影响，销售规模有所下滑，但公司逐步优化项目布局，由早期集中于珠海扩展至广州、中山、上海、苏州、武汉等一线城市及重点二线城市，同时增加开发规模。2019 年，公司新开工面积 650.6 万平方米，同比增加 26.7%；期末在建面积 1367.0 万平方米，同比增加 36.1%；确认营收 317.4 亿元，同比增加 40%，但是销售均价有所下降。从销售结构来看，珠海地区占比 19.1%，华南地区(不含珠海)占比 25%、华东地区 20.7%，华中地区占比 27.4%，区域分布摆脱单一区域市场，呈均衡态势，整体综合实力进一步增强。2020 年上半年，华发股份新开工面积 246.13 万方，竣工面积 171.27 万方，期末在建面积 1440.76 万方。

截至 2019 年末，华发股份共拥有 34 个项目的土地储备，规划计容面积 697.48 万平方米，项目储备充足。其中：华中地区、华东地区以武汉、上海、杭州为核心，土地储备占比 54.0%；华南粤港澳大湾区以珠海、中山、江门为核心，区域土地储备占比 33.9%；华北地区以北京、烟台、威海为核心，土地储备占比 12.1%。2020H1，华发股份新增土储建筑面积 200.65 万方。

土地开发回款情况存在一定波动，在开发地块投资规模大，公司资本开支压力较大。公司下属子公司华发城市

运营投资控股有限公司与珠海市财政局、金湾区政府、保税区管委会、珠海高新区管委会、富山工业园管委会、斗门区政府等政府单位签订开发协议，主要从事珠海市本级、金湾区、保税区及珠海高新区、富山工业园等 7 个区域的土地开发任务。公司土地开发资金自筹，整治土地经招拍挂出让后，相关政府单位将土地开发成本返还公司，并将部分土地出让净收益拨付至公司或者委托方将土地出让收入按一定比例返还给公司。2017-2019 年公司运营土地一级开发业务获得回款 50 亿元、43 亿元、11.4 亿元，回款存在一定的波动。截至 2020 年 6 月末，公司在开发地块计划投资 366.6 亿元，尚需投资 178.96 亿元，2021-2022 年分别计划投资 20.35 亿元、20.73 亿元，公司资本开支压力较大。

商业地产项目大多处于建设期，资本开支压力较大。公司利用自有资金开展商业地产项目建设，计划通过租赁、出售或者运营收入收回投资。目前公司项目包括会展商务组团(二期)、富山智选小镇生活中心等，大多处建设期。截至 2020 年 6 月末，公司在建项目计划投资 154.58 亿元，尚需投资 99.38 亿元，资本开支压力较大。

大宗商品批发业务收入增长，毛利率水平低。公司商贸板块业务主要包括大宗商品和汽车销售，是公司收入第一大来源，2020H1 实现收入 284.84 亿元，营收占比 51.13%，毛利率为 0.25%。公司大宗商品批发业务主要贸易品种为有色金属，业务模式为以销定购，下游客户的账期通常为 45-60 天。汽车销售业务规模较低，有 6 家门店，主要从国内代理商或者分销商采购汽车。

主业盈利能力较强。2017-2019 年和 2020Q3 公司营业收入分别为 441.55 亿元、532.79 亿元、782 亿元、755.26 亿元，因大宗商品批发业务以及房地产销售业务规模提升，公司收入规模持续增长。同期主业利润分别为 37.35 亿元、36.47 亿元、50.6 亿元、33.71 亿元，由于低毛利的大宗业务占比提升，公司整体毛利率有所下行，但是费用控制尚可，同期净利润分别为 34.6 亿元、40.7 亿元、50.5 亿元、37.57 亿元，盈利能力仍然较强。

资产以房地产开发成本为主，流动性一般。截至 2020Q3，公司资产总计 4556.64 亿元，资产规模较大。公司主要资产为货币资金 652.18 亿元、存货 2295.36 亿元、其他流动资产 313.16 亿元、长期股权投资 273.38 亿元。公司货币资金规模尚可，受限比例较低。存货主要为房地产及土地开发成本。其他流动资产主要为公司对合营、联营以及合作企业等关联方的拆借款，增长较快，存在一定资金占用。长期股权投资主要为公司对上海华泓钜盛房地产开发有限公司、珠海华润银行股份有限公司、珠海华金资本等公司的股权投资。

公司投资力度较大，现金流承压，依赖外部融资。2019 年，公司收现比为 123.75%，收现情况良好。2020 年前三季度，公司经营活动净现金流为 103.79 亿元，经营活动现金盈余较多，投资活动净现金流为-439.74 亿元，投资支出主要为购地及对外股权、债权投资，规模较大。整体上看，公司近年来对外投资力度较大，资金缺口依赖外部融资维持平衡，筹资活动现金流持续净流入并推高公司负债水平。

公司债务负担较重，账面流动性尚可，备用流动性充裕，短期偿债压力不大。截至 2020Q3，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 71.85%、62.35%，负债率偏高；同期末，公司有息债务合计 2124.03 亿元，其中短期债务 862.55 亿元，货币资金比短期债务为 0.76，覆盖程度尚可，截至 2020Q3，公司共获得银行授信额度 2389.86 亿元，未使用额度 1356.65 亿元，备用流动性充足。

主体资质总结：公司是珠海市国资委下属企业，主业包括房地产销售、大宗商品贸易、土地一级开发。公司房地产项目区域布局较好，2019 年销售业绩快速增长，目前土储充足。土地开发业务回款情况存在一定波动，在开发地块投资规模大，公司资本开支压力较大。大宗商品批发业务收入增长，毛利率水平低。此外，公司还从事商业地产项目开发，目前大多处于建设期，资本开支压力较大。整体来看，公司主业盈利能力较强。资产以房地产开发成本为主，流动性一般。公司投资力度较大，现金流承压，依赖外部融资。公司债务负担较重，账面流动性尚可，备用流动性充裕，短期偿债压力不大。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能力大幅恶化的可能性极小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：珠海华发集团有限公司 20210203

主体跟踪报告：珠海华发集团有限公司 20200719

主体跟踪报告：珠海华发集团有限公司 20200509

主体覆盖报告：珠海华发集团有限公司 20200117

21 苏州高新 GN001

返回

债券基本信息	债券全称	苏州苏高新集团有限公司 2021 年度第一期绿色中期票据(碳中和债)					
	债券类型	中票		发行规模		2.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		3 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	苏州市虎丘区人民政府(持股比例 90%)					
	主承销商	中国银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构		大公国际资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3+/3+，稳定		兴业参考收益率		3.82%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3+兴业城投债收益率曲线(3.8677,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 苏州高新 MTN002	10.0 亿	2021-03-03	3.80%	2.99 年	3.84%	19.54BP
	19 苏新 01	10.0 亿	2019-05-29	4.30%	3.23 年	4.10%	32.31BP
	19 苏新 02	10.0 亿	2019-07-02	4.24%	3.33 年	4.11%	33.31BP

最新报告

事件:

苏州苏高新集团有限公司（以下简称“苏高新集团”或“公司”）披露 2019 年年报及 2020 年一季报。2019 年，公司实现营业收入 111.73 亿元，净利润 6.15 亿元，同比分别变动 19.16%、-33.85%。同期经营活动现金流净额为-18.01 亿元，投资活动现金流净额为-13.94 亿元。2020 年一季度，公司实现营业收入 12.68 亿元，净利润 0.47 亿元，同比分别变动-63.21%、-81.35%。截至 2020Q1，公司总资产 1050.25 亿元，资产负债率为 76.42%。

点评:

主要业务板块收入扩大，期间费用管控优化，但土增税、资产减值损失增加侵蚀利润，叠加资产处置收益下降影响，2019 年业绩下滑。2019 年公司实现营业收入 111.73 亿元，同比增长 19.16%，其中，商品房销售收入、公用事业收入、基础设施开发收入分别为 77.52、9.55、8.45 亿元，营收占比分别为 69.38%、8.55%、7.57%，收入增速分别为 17.58%、22.05%、106.98%。综合毛利率为 32.48%，同比小幅下降 0.81pct，仍维持在较高水平。公司期间费用管控优化，2019 年期间费用率为 16.26%，同比下降 1.34pct，但由于土增税、资产减值损失增加，主业利润同比下降 28.77%至 4.01 亿元。同时由于 2019 年资产处置收益下降，净利润同比下降 33.85%至 6.15 亿元。

资产结构变动不大，仍以存货和应收款项为主。截至 2019 年末，公司总资产 984.89 亿元，同比增长 13.24%，资产结构变动不大，仍以存货和应收款项为主。截至 2019 年末，存货 274.08 亿元，受地产业务扩张、代建项目投入影响同比增长 36.39%，资产占比 27.83%，同比提升 4.72pct。其他应收款 234.11 亿元，占比 23.77%，包括往来款及借款 181.53 亿元、代建款及结息 38.91 亿元，其中对苏州西部生态旅游度假区管委会、苏州高新区财政局的其他应收款余额分别为 38.56、23.58 亿元，其余主要为与高新区内其他国企以及地产业务合作开发形成的往来款。应收账款 86.71 亿元，占比 8.80%。货币资金 125.35 亿元，占比 12.73%，主要为应收苏州高新区管委会、苏州西部生态旅游度假区管委会的项目款。

地产板块拿地扩张、基建及旅游项目持续投入导致自由现金流持续净流出，净融资规模持续较大。2019 年，公司现金收入比为 197.59%，收现比大幅提升，但由于地产板块拿地及开发、基建及旅游项目投资规模较大影响，非筹资环节资金缺口仍存，净融资规模持续较大。2019 年及 2020Q1 经营活动现金流净额分别为-18.01、-2500 亿元，投资活动现金流净额分别为-13.94、-7.95 亿元，筹资活动现金流净额分别为 59.04 亿、73.67 亿元。

杠杆水平较高且进一步上行，但短期流动性压力尚可。截至 2017-2019 年末及 2020Q1，公司资产负债率分别为 76.63%、73.74%、74.73%和 76.42%，总债务分别为 357.78、458.68、503.60 和 566.48 亿元，全部债务资本化

比率为 68.72%、66.75%、66.93%和 69.58%，受并表地产子公司影响，杠杆水平较高且进一步上行。截至 2021Q1，公司短期债务为 202.71 亿元，货币资金/短期债务为 0.83 倍，短期偿债压力尚可。

融资环境较好。公司外部融资渠道以银行借款和债券为主，截至 2019 年末，公司债务结构中金融机构借款、债券分别占比约 59.22%、40.78%。截至 2019 年末，公司共获得银行授信额度 694.55 亿元，未使用额度 211.70 亿元，授信余额较为充足。同期末，公司受限资产 188.35 亿元，占总资产的比重为 19.12%，其中存货受限比例 57.60%，受限比例偏高。公司债券融资渠道通畅，2020 年以来发行多期超短融，融资成本低。

或有风险尚可。截至 2019 年末，公司对外担保 65.23 亿元，同比减少 0.14 亿元，对外担保比率为 26.21%，主要为对高新区内其他平台企业的担保，或有风险尚可。

兴业研究主体评分为 3+，展望为稳定。综上，2019 年公司主要业务板块收入扩大，期间费用管控优化，但土增税、资产减值损失增加侵蚀利润，叠加资产处置收益下降影响，全年净利润出现下滑。公司资产结构变化不大，仍以存货和应收款项为主，依赖政府回款变现的资产占比一般。受地产板块拿地及开发、基建及旅游项目持续投入影响，公司自由现金流持续净流出，净融资规模持续较大，目前杠杆水平偏高，但账面货币资金相对充裕，且融资环境较好，短期流动性压力尚可。考虑到江苏省及苏州市经济财政实力很强，整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响极小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：苏州苏高新集团有限公司 20200506

主体跟踪报告：苏州苏高新集团有限公司 20200414

主体覆盖报告：苏州苏高新集团有限公司 20191118

21 威海开投 MTN001

返回

债券基本信息	债券全称	威海城市投资集团有限公司 2021 年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		12.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		5 年(3+2)	
	增信方式	-					
	特殊条款	调整票面利率条款,回售条款					
	第一大股东	威海市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	中国建设银行股份有限公司,光大证券股份有限公司					
	外部评级	AA+/AA+,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定		兴业参考收益率		4.05%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3 兴业城投债收益率曲线(4.2019,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	PR 威海债	6.4 亿	2016-03-01	3.33%	1.98 年	3.86%	28.36BP
	16 威海债	6.4 亿	2016-03-01	3.33%	1.98 年	3.86%	28.36BP
	18 威海开投 PPN002	10.0 亿	2018-09-19	6.00%	0.54 年	3.87%	73.17BP

最新报告

事件:

威海城市投资集团有限公司（以下简称“公司”或“威海城投”）披露 2019 年年报。2019 年公司实现营收 17.55 亿元，同比增加 4.4%; 实现净利润，同比增加 7.3%。公司主营开发产品销售、租赁、工程收入和商砼销售，2019 年营收占比分别为 24.7%、28.9%、36.4%、5.8%; 毛利润占比分别为 7.21%、3.39%、64.65%、6.69%。

2019 年末公司总资产为 185.5 亿元，同比增加 3.8%; 资产负债率 33.65%，同比减少 1 个百分点。

点评:

威海市经济发展水平高。威海市为山东省下属地级市， 根据《威海市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》披露的数据，2019 年威海市实现地区生产总值 2963.7 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。按常住人口计算，人均 GDP 为 10.5 万元，高于全国平均水平。2019 年三次产业结构为 9.7:40.4:49.9，第三产业占比有所提升，地区支柱产业主要为外贸出口、旅游、渔业。

财政实力较强，政府债务负担尚可。威海市 2019 年一般公共预算收入完成 249.9 亿元，按可比增速 8.5%，其中税收收入为 194.97 亿元，税收收入占一般公共预算收入的比重达到 78.0%。财政自给率为 72.8%，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度较高。政府性基金收入为 395.06 亿元，较去年同期增长 32.1%。根据官方公布的数据，威海市政府 2019 年直接债务余额为 640.06 亿元，地方政府债务尚可。

公司资产规模在威海市下属 12 家发债融资平台中位列第 10。包含公司在内，威海市共有 12 家发债融资平台，公益性业务集中在下属区县，公司为威海市内唯一的市级政府投融资平台，公益性业务集中在威海市本级，主要从事基建及资产租赁业务，资产规模位列第 10。

主业盈利能力弱，盈利依赖政府补助。2017-2019 年，公司营业收入分别为 15.02 亿元、16.81 亿元、17.55 亿元，因开发产品销售收入增加，公司收入规模增加。2017-2019 年主业利润分别为-0.93 亿元、0 亿元、-0.29 亿元，公司主业公益性强，盈利能力弱，主业利润持续为负。2017-2019 年公司净利润分别为 3.13 亿元、3.2 亿元、3.4 亿元，净利润主要来源于政府补贴。

政府支持力度较大。公司是威海市最重要的基础设施建设主体，业务公益性较强，政府给予较大支持。财政补贴方面，2016-2019 年，公司分别获得财政补贴 3.03 亿元、3.63 亿元、3.09 亿元、3.75 亿元；资产注入方面，

2016 年公司获得政府管网资产注入合计 35.85 亿元，并将威海市安通停车服务有限公司注入公司。

资产以存货、固定资产等为主，流动性一般。截至 2019 年底，公司资产总计 185.5 亿元，主要构成为：货币资金(13.5 亿元)、存货（75 亿元）、固定资产（32.8 亿元）、无形资产（19.9 亿元）、投资性房地产（17.3 亿元）。存货主要为开发成本；无形资产主要为海域使用权及土地使用权。截至 2019 年底，公司海域使用权账面价值为 15.0 亿元；投资性房地产主要为房屋建筑物及土地使用权；货币资金大幅增加，受限比例 9.6%，受限程度不大。

公司债务负担较轻，短期偿债压力较小。2017-2019，公司带息债务规模分别为 26.52 亿元、46.97 亿元、47.69 亿元，债务规模增长较快。2017-2019，公司资产负债率分别为 25.44%、34.6%、33.7%，同期全部债务资本化率分别为 18.92%、28.67%、27.93%，整体债务负担较轻。短期偿债方面，截至 2019 年底，货币资金对短债覆盖比率为 3.85，保障程度较高，公司短期偿债压力较小。

公司对外部融资渠道依赖程度较高。公司 2017-2019 年收现比分别为 123.38%、66.95%、94.4%，收现能力波动较大。2017-2019 年经营活动现金流净额分别为 4.37 亿元、0.29 亿元、0.49 亿元，同期投资活动现金流净额分别为 5.27 亿元、-8.44 亿元、8.26 亿元，投资支出主要为购买银行理财等。目前公司基础设施建设业务在建项目规模较大，面临较大的资金压力，对外部融资依赖程度较高。

融资能力一般。截至 2019 年底，公司受限资产规模为 23.8 亿元，占总资产比重为 12.8%，主要为用于抵质押担保的无形资产及存货等。公司融资渠道以银行借款及发行债券为主，截至 2019 年底，公司获银行授信 30.7 亿元，未使用授信额度为 14.4 亿元。

或有风险可控。截至 2019 年末，公司对外担保余额为 1.05 亿元，考虑到担保规模较小，或有风险可控。

兴业研究主体评分为 3，展望为稳定。威海市经济发展水平高，财政实力较强，债务负担尚可。公司为威海市国资委下属重要的基础设施建设投融资主体和主要的国有资产运营主体，主要负责基础设施建设、租赁业务，基础设施建设业务部分为代建模式，部分为自营，在建和拟建项目规模较大，面临较大的资金压力，主业持续亏损，政府补助对利润补充效果较明显。公司资产以项目开发成本和固定资产为主，流动性一般，但目前负债率较低，有息债务规模不大，短期偿债压力较小。整体来看，公司受不利经济环境影响一般，偿还债务的能力一般。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：威海城市投资集团有限公司 20200509

主体覆盖报告：威海城市投资集团有限公司 20191111

21 温交 01

返回

债券基本信息	债券全称	温州市交通发展集团有限公司公开发行 2021 年公司债券(第一期)(品种一)		
	债券类型	公司债	发行规模	5.0 亿元
	发行日期	2021-03-09	发行期限	7 年(3+2+2)
	增信方式	-		
	特殊条款	回售条款,调整票面利率条款		
	第一大股东	温州市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 94%)		
	主承销商	华融证券股份有限公司		
	外部评级	AA+/AA+,稳定	评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定	兴业参考收益率	-
	兴业参考曲线	3 年期评分 3 兴业城投债收益率曲线(4.2019,2021/03/08)		

相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	19 温交 01	10.0 亿	2019-12-05	3.87%	5.76 年	4.65%	17.79BP
	20 温交 01	10.0 亿	2020-03-31	3.37%	6.07 年	4.68%	19.32BP

最新报告

事件:

温州市公布 2019 年经济、财政数据。2019 年温州市实现 GDP6606.1 亿元，GDP 可比增速为 8.2%，人均 GDP 为 7.1 万元。2019 年温州市实现一般预算收入 579.0 亿元，一般预算收入同比增长 12.5%。

温州市交通发展集团有限公司（以下简称“温州交投集团”或“公司”）公告 2019 年年报和 2020 年半年报。2019 年，公司实现收入、归母净利润分别为 19.60、1.66 亿元，同比变动 27.54%、-25.67%。2020 年上半年，公司实现营业收入、归母净利润分别为 7.33、-3.95 亿元，同比分别变动-12.83%、-366.20%。截至 2020H1，公司总资产、负债分别为 630.05、419.51 亿元，资产负债率由 2019 年的 65.98%升至 2020H1 的 66.58%。

核心风险点:

温州市财政自给程度较低。

公司债务负担较高。

点评:

浙江省财政实力强且财政收入规模持续增长,区域债务负担不重。2019 年浙江省综合财力为 23740.88 亿元。2019 年浙江省实现一般预算收入 7048 亿元，同比增长 6.8%，其中税收收入金额为 5898.17 亿元，税收收入占比为 83.69%。财政自给程度高，财政收支平衡率为 70.11%。2019 年浙江省实现政府性基金收入为 10607.82 亿元，增长 21.4%，主要系土地出让情况较好所致。2019 年浙江省政府直接债务余额/综合财力为 60.22%。2019 年，浙江省发债城投平台债务余额为 28739.88 亿元，占 2019 年综合财力比重为 121.06%。

温州市经济体量较大，经济发展水平较好，财政自给程度较低，债务负担较轻。2019 年，温州市实现 GDP6606.1 亿元，经济体量较大。2019 年温州市综合财力为 2504.0 亿元，综合财力规模较 2018 年增加 40.52%，主要系地方土地出让收入增加所致。温州市 2019 年一般预算收入为 579.0 亿元，较 2018 年增长 12.65%，财政收支平衡率为 53.41%，财政自给程度较低。2019 年温州市政府直接债务/综合财力为 27.40%，区域内发债城投平台有息债务/综合财力为 34.57%，债务负担较轻。

公司在温州市内 6 家城投平台中位列第 2，城投地位较高。除公司外，其余 5 家城投主体分别是温州市城市建设发展集团有限公司（简称“温州城发”）、温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司（简称“温州交通”）、温州市名城建设投资集团有限公司（简称“温州城投”）、温州市交通运输集团有限公司（简称“温州交运”）和温州市安居房开发有限公司（简称“温州安居房”）。其中，温州城发主要负责温州市保障性安居工程投资建设、城市基建和维护以及国有资产运营管理等；温州交通主要负责温州市轨道交通的基建、开发、投融资和运营等；

温州城投主要负责温州市区范围内的保障性安居工程的建设任务；温州交运主要负责温州市的城市公交和城际客运等；温州安居房为温州城投的全资子公司，主营业务与温州城投相同。公司主要业务为温州大桥及绕城高速通行费等，2020H1受新冠疫情影响，净利润为负，预计下半年随着疫情好转，收入会得到恢复。

公司资产以固定资产为主，公益性强。截至2020年中期，公司资产总计630.05亿元，主要构成为：固定资产（金额449.59亿元，占比71.36%）、在建工程（金额55.22亿元，占比8.76%）、货币资金（金额36.29亿元，占比5.76%）、其他应收款（金额23.46亿元，占比3.72%）、长期股权投资（金额18.04亿元，占比2.86%）。其中，固定资产主要为公司路产等；在建工程主要为在建的高速公路；其他应收款主要为应收高速公路管理中心代管费；长期股权投资主要为对浙江温州甬台温高速公路有限公司的股权投资。另外，截至2020年3月末受限的货币资金0.20亿元，占比较低。

公司债务负担较高，但短期债务占比低，短期偿债压力不大。2017-2019和2020H1，公司资产负债率分别为61.73%、64.28%、65.98%和66.58%，全部债务资本化比率分别为55.65%、58.80%、60.86%和61.17%，短期债务占比分别为6.18%、5.73%、7.26%和6.66%。截至2020H1，公司有息债务为331.66亿元，货币资金/短期债务为1.64倍。

融资渠道畅通，对外担保比例较小，或有风险低。公司融资渠道以银行借款和发债为主，截至2020年3月末，公司获银行授信483.90亿元，未使用授信额度为153.50亿元。截至2020年3月末，该公司对外担保余额为22.20亿元，担保比率为10.58%，被担保对象为瑞安市国有资产投资集团有限公司和温州市洞头城市发展有限公司，均为国有企业，公司或有负债风险低。

主体资质总结：浙江省财政实力强且财政收入规模持续增长，区域债务负担不重。温州市经济体量较大，经济发展水平较好，财政自给程度较低，债务负担较轻。公司在温州市内6家城投平台中位列第2，城投地位较高。公司资产以固定资产为主，公益性强。截至2020H1公司债务负担较高，但短期债务占比低，短期偿债压力不大。融资渠道畅通，对外担保比例较小，或有风险低。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：温州市交通发展集团有限公司 20201029

主体覆盖报告：温州市交通投资集团有限公司 20190912

21 温交 02

返回

债券基本信息	债券全称	温州市交通发展集团有限公司公开发行 2021 年公司债券(第一期)(品种二)					
	债券类型	公司债		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		7 年(5+2)	
	增信方式	-					
	特殊条款	回售条款,调整票面利率条款					
	第一大股东	温州市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 94%)					
	主承销商	华融证券股份有限公司					
	外部评级	AA+/AA+,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定		兴业参考收益率		-	
	兴业参考曲线	5 年期评分 3 兴业城投债收益率曲线(4.3886,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	19 温交 01	10.0 亿	2019-12-05	3.87%	5.76 年	4.65%	17.79BP
	20 温交 01	10.0 亿	2020-03-31	3.37%	6.07 年	4.68%	19.32BP

最新报告

事件:

温州市公布 2019 年经济、财政数据。2019 年温州市实现 GDP6606.1 亿元，GDP 可比增速为 8.2%，人均 GDP 为 7.1 万元。2019 年温州市实现一般预算收入 579.0 亿元，一般预算收入同比增长 12.5%。

温州市交通发展集团有限公司（以下简称“温州交投集团”或“公司”）公告 2019 年年报和 2020 年半年报。2019 年，公司实现收入、归母净利润分别为 19.60、1.66 亿元，同比变动 27.54%、-25.67%。2020 年上半年，公司实现营业收入、归母净利润分别为 7.33、-3.95 亿元，同比分别变动-12.83%、-366.20%。截至 2020H1，公司总资产、负债分别为 630.05、419.51 亿元，资产负债率由 2019 年的 65.98%升至 2020H1 的 66.58%。

核心风险点:

温州市财政自给程度较低。

公司债务负担较高。

点评:

浙江省财政实力强且财政收入规模持续增长,区域债务负担不重。2019 年浙江省综合财力为 23740.88 亿元。2019 年浙江省实现一般预算收入 7048 亿元，同比增长 6.8%，其中税收收入金额为 5898.17 亿元，税收收入占比为 83.69%。财政自给程度高，财政收支平衡率为 70.11%。2019 年浙江省实现政府性基金收入为 10607.82 亿元，增长 21.4%，主要系土地出让情况较好所致。2019 年浙江省政府直接债务余额/综合财力为 60.22%。2019 年，浙江省发债城投平台债务余额为 28739.88 亿元，占 2019 年综合财力比重为 121.06%。

温州市经济体量较大，经济发展水平较好，财政自给程度较低，债务负担较轻。2019 年，温州市实现 GDP6606.1 亿元，经济体量较大。2019 年温州市综合财力为 2504.0 亿元，综合财力规模较 2018 年增加 40.52%，主要系地方土地出让收入增加所致。温州市 2019 年一般预算收入为 579.0 亿元，较 2018 年增长 12.65%，财政收支平衡率为 53.41%，财政自给程度较低。2019 年温州市政府直接债务/综合财力为 27.40%，区域内发债城投平台有息债务/综合财力为 34.57%，债务负担较轻。

公司在温州市内 6 家城投平台中位列第 2，城投地位较高。除公司外，其余 5 家城投主体分别是温州市城市建设发展集团有限公司（简称“温州城发”）、温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司（简称“温州交通”）、温州市名城建设投资集团有限公司（简称“温州城投”）、温州市交通运输集团有限公司（简称“温州交运”）和温州市安居房开发有限公司（简称“温州安居房”）。其中，温州城发主要负责温州市保障性安居工程投资建设、城市基建和维护以及国有资产运营管理等；温州交通主要负责温州市轨道交通的基建、开发、投融资和运营等；

温州城投主要负责温州市区范围内的保障性安居工程的建设任务；温州交运主要负责温州市的城市公交和城际客运等；温州安居房为温州城投的全资子公司，主营业务与温州城投相同。公司主要业务为温州大桥及绕城高速通行费等，2020H1 受新冠疫情影响，净利润为负，预计下半年随着疫情好转，收入会得到恢复。

公司资产以固定资产为主，公益性强。截至 2020 年中期，公司资产总计 630.05 亿元，主要构成为：固定资产（金额 449.59 亿元，占比 71.36%）、在建工程（金额 55.22 亿元，占比 8.76%）、货币资金（金额 36.29 亿元，占比 5.76%）、其他应收款（金额 23.46 亿元，占比 3.72%）、长期股权投资（金额 18.04 亿元，占比 2.86%）。其中，固定资产主要为公司路产等；在建工程主要为在建的高速公路；其他应收款主要为应收高速公路管理中心代管费；长期股权投资主要为对浙江温州甬台温高速公路有限公司的股权投资。另外，截至 2020 年 3 月末受限的货币资金 0.20 亿元，占比较低。

公司债务负担较高，但短期债务占比低，短期偿债压力不大。2017-2019 和 2020H1，公司资产负债率分别为 61.73%、64.28%、65.98%和 66.58%，全部债务资本化比率分别为 55.65%、58.80%、60.86%和 61.17%，短期债务占比分别为 6.18%、5.73%、7.26%和 6.66%。截至 2020H1，公司有息债务为 331.66 亿元，货币资金/短期债务为 1.64 倍。

融资渠道畅通，对外担保比例较小，或有风险低。公司融资渠道以银行借款和发债为主，截至 2020 年 3 月末，公司获银行授信 483.90 亿元，未使用授信额度为 153.50 亿元。截至 2020 年 3 月末，该公司对外担保余额为 22.20 亿元，担保比率为 10.58%，被担保对象为瑞安市国有资产投资集团有限公司和温州市洞头城市发展有限公司，均为国有企业，公司或有负债风险低。

主体资质总结：浙江省财政实力强且财政收入规模持续增长，区域债务负担不重。温州市经济体量较大，经济发展水平较好，财政自给程度较低，债务负担较轻。公司在温州市内 6 家城投平台中位列第 2，城投地位较高。公司资产以固定资产为主，公益性强。截至 2020H1 公司债务负担较高，但短期债务占比低，短期偿债压力不大。融资渠道畅通，对外担保比例较小，或有风险低。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：温州市交通发展集团有限公司 20201029

主体覆盖报告：温州市交通投资集团有限公司 20190912

21 汉江国资 SCP002

返回

债券基本信息	债券全称	汉江国有资本投资集团有限公司2021年度第二期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		10.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.74 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	襄阳市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	招商银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		东方金诚国际信用评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定		兴业参考收益率		3.74%	
	兴业参考曲线	0.74 年期评分 3 兴业城投债收益率曲线(3.6883,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20 汉江国资 CP001	10.0 亿	2020-12-02	3.79%	0.74 年	3.46%	36.26BP
	21 汉江国资 SCP001	10.0 亿	2021-02-03	3.50%	0.65 年	3.44%	38.36BP
	16 襄阳建投 PPN003	10.0 亿	2016-09-23	4.30%	0.55 年	3.58%	59.87BP

最新报告

事件:

汉江国有资本投资集团有限公司（以下简称“公司”）发了2019年年报及跟踪评级报告。2019年实现营业收入110.37亿元，净利润54.25亿元，分别同比增长27.73%、54.80%。截至2019年底，公司总资产1514.82亿元，资产负债率、全部债务资本化率分别为60.82%、56.98%，分别较2018年提升了0.89、1.23个百分点。

核心风险点:

1、资产以存货和其他应收款为主，流动性较弱。

2、业务投资规模大，存在较大的资本支出压力。

点评:

襄阳市经济发展水平较高。襄阳市为湖北省地级市，区域中心城市，2019年实现地区生产总值4812.8亿元，仅次于湖北省会武汉，按可比价格计算，比上年增长7.9%。2019年三次产业占比为9.3:48.4:42.3。完成全部工业增加值2077.0亿元，比上年增长9.2%，规模以上工业增加值比上年增长9.8%。地区支柱产业为汽车及零部件、农产品深加工、装备制造、电子信息、医药化工、节能环保、新能源新材料，其中汽车及零部件较为突出。

襄阳市财政自给率较低,债务负担一般。襄阳市2019年一般公共预算收入完成300.24亿元,其中税收收入201.67亿元，占比67.17%，收入质量一般；政府性基金收入完成216.21亿元。襄阳市2019年一般公共预算支出705.25亿元，财政自给率42.57%，财政自给率较低且呈下降趋势。2019年末，襄阳市政府债务余额628.61亿元，其中一般债务余额325.82亿元、专项债务余额302.79亿元；以一般预算支出与政府性基金支出之和估算综合财力，政府债务余额与综合财力之比为69.97%，政府债务负担一般。

资产以存货和其他收款为主，整体流动性仍较弱。襄阳市级发债城投平台2家，另一家为公司的子公司，主营保障房建设。截至2019年底，存货、在建工程、其他应收款、货币资金与预付账款分别占比31.26%、26.22%、13.53%、12.2%、4.64%，资产流动性较弱。公司受限资产账面价值合计6.83亿元，占总资产的比重为0.45%。其他应收款主要为应收襄阳市土储中心的土地出让金，应收襄阳市财政局及相关单位的基础设施工程回购款。存货主要为基础设施工程、保障房等项目，待整理的土地（使用权）等。在建工程主要为公司自建自营的水务、

公租房等公益性及自用项目。

棚户区改造与房地产开发业务投资规模大，存在较大的资本支出压力。公司棚改及保障房建设业务主要由子公司襄阳市住房投资有限公司负责，截至2020年3月末，襄阳房投主要在建棚改及保障房项目合计总投资726.42亿元，尚需投资463.47亿元。房地产开发业务主要由子公司湖北襄投置业有限公司负责，截至2020年3月，公司在建房地产项目总投资163.78亿元，尚需投资94.15亿元。2019年公司经营活动现金流净流出50.29亿元，投资活动现金流净流出86.83亿元，大量的资本支出需求依赖于公司对外融资。

债务负担较重，短期债务压力一般。截至2019年底，公司总债务786亿元，全部债务资本化比率为56.98%，总体债务负担较重；以长期债务为主，占总债务的93%。账面货币资金为184.81亿元，货币现金比短期债务为3.15，短期偿债压力不大。从债务结构来看，债券直融与非标融资分别占总债务的25.73%、10.3%，非标融资占比一般。截至2019年底，公司共获得国内各家银行授信额度933.11亿元，剩余未使用额度339.00亿元，为资金周转提供一定的支持。

对外担保均为对关联方担保，担保压力不大，集中度较高。截至2019年末，公司对外担保余额28.45亿元，担保比率5.48%，担保压力不大，担保对象为参股企业襄阳深开土地开发项目有限公司和襄阳升腾机场建设有限公司，金额分别为19.95亿元和8.46亿元。

主体资质总结：襄阳市经济发展水平较高，财政自给率偏低，政府债务负担一般。公司是襄阳市最重要的基础设施建设主体，负责襄阳市范围内的基础设施建设、土地开发整理、保障性住房建设和能源供应等业务，主营业务在襄阳市范围内有很强的区域专营性，收入随工程施工及房地产项目进度而波动。近年来公司业务投资规模很大，自由现金流多年高额净流出，资金缺口对外部融资依赖程度较高。公司债务负担较重，主要为长期债务；账面资金充裕，且融资能力较强，短债压力不大。公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性很小

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：汉江国有资本投资集团有限公司 20200820

主体跟踪报告：汉江国有资本投资集团有限公司 20200422

主体跟踪报告：汉江国有资本投资集团有限公司 20200328

主体覆盖报告：汉江国有资本投资集团有限公司 20190904

21 萧山机场 SCP001

返回

债券基本信息	债券全称	杭州萧山国际机场有限公司 2021 年度第一期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		6.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.49 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	浙江机场集团公司(筹)(持股比例 45%)					
	主承销商	上海浦东发展银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		联合信用评级有限公司	
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定		兴业参考收益率		3.10%	
	兴业参考曲线	0.49 年期评分 3 兴业产业债收益率曲线(3.1984,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	18 杭机 01	5.0 亿	2018-11-13	4.08%	2.69 年	3.67%	5.41BP
	19 杭机 01	13.0 亿	2019-04-19	3.98%	3.13 年	3.77%	16.53BP

最新报告

事件:

公司公布 2020 三季报，2020 前三季度公司实现营业收入 17.57 亿元，同比下跌 39.08%；实现净利润-1.88 亿元，同比下跌 129.9%；实现经营活动净现金流 2.14 亿元，同比增长下降 75.93%。

核心风险点:

1、在建拟建项目规模较大，面临较大资本支出压力；

2、疫情对 2020 年业绩和现金流冲击较大。

点评:

萧山国际机场 2019 年旅客吞吐量小幅增长，增速较 2018 年略有下降。公司主营为经营杭州萧山国际机场，其中航空运输业务是公司的主要营收来源。萧山国际机场为浙江省内的枢纽机场，属于二类机场。截至 2019 年末，萧山机场通航城市共 183 个，较年初新增 6 个城市，在萧山机场运营航空公司共 71 家，较 2018 年增加 5 家，其中国内 32 家，地区 7 家，国际 32 家，共有 3 家主基地航空公司：中国国航、厦门航空和长龙航空。2019 年萧山机场完成旅客吞吐量 4011 万人次，同比增长 4.88%，在国内排名第 10 位，增速较 2018 年下滑 2.63 个百分点，增速下降主要系民航局“控总量、调结构”政策影响以及萧山机场时刻资源相对饱和所致；货邮吞吐量 69.03 万吨，同比增长 7.70%，在国内排位第 5，较 2018 年上升一名；飞机起降架次 29.09 万架次，同比增长 2.12%，排名第 9 名。公司主要航空公司客户为中国国航、南方航空、厦门航空、东方航空以及海南航空，2019 年收入合计占比 34.32%，集中度较 2018 年进一步提升；货运方面，萧山机场与 8 家货运公司达成合作，其中顺丰速运吞吐量最大，2019 年达 30.88 万吨，占比 44.73%。未来随着跨境电子商务综合试验区的实施建设，货邮吞吐量将持续增长。

2019 年非航业务稳定增长。2019 年公司非航业务收入为 15.30 亿元，同比增长 9.13%，高于航空业务收入增速，公司非航业务主要包括场地租赁、广告业务、贵宾服务和地面运输等，2019 年分别实现收入 7.49 亿元、2.66 亿元、1 亿元和 0.74 亿元。公司非航业务毛利率较高，2019 年为 48.32%，较 2018 年小幅下滑 0.94 个百分点。

疫情冲击公司主业经营，2020 年前三季度业绩和经营现金流大幅下跌。新冠疫情重创全球航空业，航空出行需求大幅下降，2020 年一季度我国航空旅客量下滑 53.90%，机场服务费与航空旅客量和飞机起降架次相关度很高，航空客运量的大幅下降将使得公司主业航空服务收入大幅下降，且为减轻航空业经营压力，民航局 3 月公告一、二类机场起降费基准价格下调 10%，免收停场费，将进一步冲击公司航空性收入和经营现金流。受疫情带来的需求下降和政策性降费影响，公司 2020 前三季度公司实现营业收入 17.57 亿元，同比下跌 39.08%；实现净利润-1.88 亿元，同比下跌 129.9%；实现经营活动净现金流 2.14 亿元，同比增长下降 75.93%。预计随着疫情的逐步控制，

公司业绩有望持续得到改善。

在建项目规模较大，资金压力较大，政府支持力度大。截至 2019 年末，公司主要在建项目仍为机场三期工程，主要为提升 2022 年杭州亚运会的机场保障能力。工程采取分期建设，公司总投资 284.63 亿，其中自有资金 85.66 亿元，占总投资的 31.64%，通过自有资金、民航发展基金和财政贴息解决，2018-2019 年民航发展基金补助为 2.77 亿元和 6.38 亿元，银行贷款 185.08 亿元，由工行和国开行牵头的银团提供。截至 2019 年末，在建工程已投资 56.17 亿，尚需投资 228.46 亿元，2020 年-2022 年分别计划投资 70.15 亿元、85.42 亿元和 7.94 亿元，2020-2021 年投资支出规模较大，面临一定资本开支压力。

业绩稳定，后续融资需求较大。公司近年来营业收入稳步增长，2017-2019 年分别实现营收 30.92 亿元、35.87 亿元和 37.64 亿元，分别实现净利润 4.99 亿元、6.33 亿元和 6.59 亿元，盈利水平稳定增长。2019 年公司毛利率基本与 2018 年持平。2017-2019 年公司毛利率分别为 26.43%、31.68%和 31.84%。公司期间费用控制能力仍强，2019 年公司期间费用率为 7.44%，与 2018 年基本相当，其中销售、管理、财务费用占营收比分别为 1.85%、4.96%、0.63%，管理费用率和财务费用率分别较上年减少 1.17 和 0.42 个百分点，财务费用下降主要系利息资本化因素影响。公司收现质量尚可，2019 年现金收入比为 105.59%。经营性现金流净额有一定的流入，但是公司在建、拟建项目较多，投资支出较大，2018-2019 年经营现金活动现金流均无法覆盖投资活动现金流净流出，2019 年自由活动现金流缺口放大，公司对融资需求加大。

资产以固定资产、在建工程及无形资产为主，受限比例较小。截至 2019 年末，公司总资产 206.86 亿，同比增长 19.16%，主要系机场三期工程加大建设所致。公司资产以非流动性资产为主，其中 2019 年固定资产占比 31.87%、在建工程占比 21.93%、无形资产占比 24.23%、其他应收款 6.57%。公司固定资产主要是房屋及建筑物（机场实体）；在建工程主要为机场三期工程；无形资产主要是土地使用权；其他应收款主要是公司代中方股东浙江机场集团所借的短期借款及应付债券以及相关利息费用，截止 2019 年末，其他应收浙江省机场集团 13.37 亿，占其他应收的 98.23%，这部分其他应收账龄超过 1 年，未计提减值；截止 2019 年底，公司受限资产为航线补贴专户的货币资金为 0.48 亿，受限比例小。

债务规模持续增长，但债务负担仍较轻，偿债能力较强。截至 2020 年 9 月末，资产负债率为 43.89%，全部债务资本化比率为 29.80%，因三期工程建设推进，债务增加导致负债率有一定提升。公司总债务 55.37 亿元，其中短期债务 6.87 亿元，短期债务规模有所提升。整体来看，公司债务负担较轻，未来随着三期工程的完全实施，负债率将明显上升，但预计仍在可控范围内。公司 2020 年 6 月底货币资金以对短期有息债务覆盖为 0.43，短期偿债依赖续作，压力可控。2017-2019 年 EBITDA 利息保障倍数分别为 29.33、49.51 和 37.64，付息保障能力处于较好水平，全部债务/EBITDA 分别 1.82、1.72 和 2.36，公司盈利能力相对债务规模情况较好，长期经营偿债能力较强。但公司后续投资支出较大，未来付息保障能力可能有所下降。

公司授信剩余额度较大，融资环境好。截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 800 万元，被担保方为中航鑫港担保有限公司，为国有企业，经营状况良好，公司对该担保事项设置了反担保条款，代偿风险较小；截至 2020 年 3 月末，公司获各家银行授信额度为 353.20 亿，尚未使用 335.33 亿，剩余额度较大，公司间接融资渠道较畅通。

主体资质总结：公司主营杭州萧山国际机场，萧山机场位列国内机场前 10，2019 年旅客吞吐量小幅增长，增速较 2018 年有所下降。2019 年公司航空业务小幅增长，非航业务增速较好，2020 年受疫情冲击，前三季度业绩和经营现金流大幅下滑。财务方面，公司业绩稳定，在建项目较大，面临一定资本开支压力，但业务公益性强，政府补助大。公司债务规模 2019 年增长较快，但整体债务负担仍较轻，偿债能力较强。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：杭州萧山国际机场有限公司 20210112

主体跟踪报告：杭州萧山国际机场有限公司 20200702

主体覆盖报告：杭州萧山国际机场有限公司 20190508

21 豫交运 SCP001

返回

债券基本信息	债券全称	河南省交通运输发展集团有限公司 2021 年度第一期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		15.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.49 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	河南省交通运输厅(持股比例 100%)					
	主承销商	上海浦东发展银行股份有限公司,中国工商银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定		兴业参考收益率		3.26%	
	兴业参考曲线	0.49 年期评分 3 兴业产业债收益率曲线(3.1984,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	18 豫高管 MTN004	15.0 亿	2018-10-29	4.09%	0.65 年	3.32%	26.88BP
	18 豫高管 MTN005	15.0 亿	2018-11-21	4.02%	0.71 年	3.34%	25.17BP
	20 豫交运 SCP003	15.0 亿	2020-09-04	2.30%	0.24 年	3.01%	29.03BP

最新报告

事件:

公司公布 2020 三季报，2020 前三季度公司实现营业收入 106.53 亿元，同比下降 6.79%，实现净利润 46.08 亿元，同比下降 13.74%，实现经营活动净现金流 86.67 亿元，同比下降 6.02%。

核心风险点:

1、在建高速公路项目较多，面临较大资本支出压力。

2、资产受限比例较大，流动性较弱。

3、永煤违约事件对公司融资环境产生一定冲击，近期债券存在取消发行情况。

点评:

通行费收入稳定增长，路产运营情况较好。截至 2020 年 9 月末，公司已通车收费公路 40 条，同比增加 3 条，其中委托河南交投下属全资子公司河南高速公路发展有限公司代管高速公路 9 条，通车里程 2840.59 公里，全部为政府收费还贷高速公路，运营路产占省高速公路总里程的 4 成，经营路段地理位置较优。公司运营的主要高速公路包括京港澳高速、长济高速、晋新高速、沪陕高速、京珠高速、二广高速和连霍高速等，在国家交通主干线网中居于重要地位。2019 年公司实现通行费收入 134.86 亿元，同比下降 6.58%，收入下滑主要系收到的财政返还超出预算部分的通行费收入减少所致，占总营收 97.50%，单公里通行费收入约 483 万元，高于行业平均水平（375 万元），收益质量尚可。

2020 前三季度业绩好于同行，疫情冲击小。为减轻疫情对工商业企业物流成本压力，2020 年 2 月 15 日，交通部发布通知，自 2020 年 2 月 17 日起至疫情结束，全国收费公路免收车辆通行费。叠加春节期间全国收费公路免费延长，公司 2 月份以来几乎没有通行费收入。但因为公司收入为财政返还，财政对疫情免费带来的通行费收入进行了补偿，所以使得公司 2020 前三季度通行费收入并没有出现大额下滑，好于同行市场情况。2020 年前三季度公司实现收入 106.53 亿元，同比下降 6.79%，实现净利润 46.08 亿元，同比下降 13.74%，经营活动净现金流为 86.67 亿元，同比下降 6.02%，业绩和现金流明显好于同行业收费公路公司。

收费权受限较重，流动性较弱。截至 2019 年末，公司总资产 2198.73 亿元，较 2018 年末同比增长 12.00%，资产增长相对平稳，资产主要由非流动资产构成，占比 89.82%，符合行业特征。公司资产中占比较大的前几项为，

固定资产占比 63.01%，无形资产占比 16.98%，在建工程占比 9.81%，货币资金占比 8.44%，其中固定资产主要是公路资产。公司资产结构较稳定，2020 年 9 月末资产结构未发生明显变化。截至 2020 年 9 月末，公司受限资产 1150.92 亿元，主要是高速公路收费权，占公司资产总额的 50.24%，受限比例较大，资产流动性较弱。

收入规模较大，盈利能力较强。2017-2019 年公司营业收入分别为 109.40 亿元、147.92 亿元、138.32 亿元，因主要公路进入成熟期，折旧下降，毛利率较高，主业盈利能力较强，同期主业利润分别为 29.41 亿元、61.60 亿元、51.11 亿元，2017-2019 年公司净利润分别为 29.09 亿元、59.04 亿元、50.09 亿元，2019 年收入和净利润下滑主要因结算因素影响，实际车流量同比有所增长，公司盈利能力仍较强。

债务负担尚可，经营偿债能力较强。截至 2020 年 9 月末，公司资产负债率为 65.04%，全部债务资本化比率为 63.70%，债务负担较 2019 年末有所下降，明显好于同行业公司。截至 2020 年 9 月末，公司有息债务 1405.56 亿元，短期有息债务 210.15 亿元，货币资金比短期债务为 0.66，覆盖率较高，叠加公司经营净现金流规模较大，公司短期偿债压力尚可。公司有息债务/通行费收入（2019 年数据）为 10.42，通行费收入/利息支出为 2.15，经营偿债能力较强，且考虑到公司作为河南省收费还贷公路建设、投融资和运营管理主体，在税收政策、资金补助等方面可获得政府的大力支持，公司整体偿债压力可控。

银行授信规模较大，融资环境较好。截至 2020 年 9 月末，公司获银行授信总额 2867.10 亿元，未使用授信额度 1725.16 亿元，有较强的备用流动性，间接融资渠道尚可。截至 2020 年 9 月末，公司无对外担保。

值得关注的是，近期永煤债券违约事件对河南省国企融资产生了较大负面冲击，尤其是债券市场融资，公司近期债券取消发行，影响公司债务续作。但公司债券余额占总债务体量并不大，存量债约 297 亿元，占总债务的 21%，且考虑公司较强劲的经营净现金流，短期债券市场融资不畅对公司信用资质影响可控。

主体资质总结：公司为河南省交通投资建设的两大国有投资主体之一，主要负责收费还贷高速公路的投融资建设及运营，政府支持力度较大。公司经营路段区位优势较强，整体盈利能力尚可。公司路网规模基本稳定，通行费收入稳健增长，但受结算因素影响，2019 年收入和经营净现金流下降。因财政补贴疫情免费带来的收入下降，公司前三季度收入、净利润和经营现金流表现明显好于同行企业。公司负债率小幅下降，短期偿债压力可控，近期永煤债券违约市场对公司融资产生一定冲击，但考虑公司自身产生现金流能力强，债券融资占比不大，整体信用资质影响可控。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：河南省交通运输发展集团有限公司 20201119

主体跟踪报告：河南省收费还贷高速公路管理有限公司 20200514

主体跟踪报告：河南省收费还贷高速公路管理有限公司 20200416

主体覆盖报告：河南省收费还贷高速公路管理有限公司 20190927

21 湘高速 SCP002

返回

债券基本信息	债券全称	湖南省高速公路集团有限公司 2021 年度第二期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		20.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.49 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	湖南省人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 90%)					
	主承销商	上海浦东发展银行股份有限公司,中国光大银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		大公国际资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定		兴业参考收益率		3.30%	
	兴业参考曲线	0.49 年期评分 3 兴业产业债收益率曲线(3.1984,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	16 湘高速 MTN001	20.0 亿	2016-08-31	3.84%	0.48 年	3.67%	74.16BP
	16 湘高速 PPN002	5.0 亿	2016-09-07	3.75%	0.50 年	3.28%	33.18BP
	18 湘高 G1	2.0 亿	2018-08-22	4.90%	0.46 年	3.24%	33.08BP

最新报告

事件:

公司公布 2020 三季报，2020 前三季度公司实现营业收入 89.27 亿元，同比下降 25.59%，实现净利润-26.28 亿元，同比下降 440.01%，实现经营活动净现金流 27.89 亿元，同比下降 66.35%。

核心风险点:

1、疫情免费政策对公司 2020 上半年收入、业绩和现金流冲击较大。

2、公司债务负担重，资产流动性较弱，流动性偏紧。

3、培育期路产较多，路产收益质量偏低，通行费收入及盈利对付息、还本保障度低，对政府支持依赖度高。

点评:

公司为湖南省级高速公路投资运营主体，以政府还贷性高速为主，通行费收入逐年增长。公司主要负责湖南省内高速公路的建设运营，湖南省所有政府还贷性高速公路均由公司负责建设、经营及管理，业务在省内居垄断地位。截至 2020 年 6 月底，公司管辖的高速公路里程 5013.87 公里，占全省通车里程的 73.71%，其中政府还贷性高速公路 4616.40 公里，经营性高速公路 397.47 公里。值得注意的是，根据《湖南省人民政府关于湖南省高速公路集团有限公司转型发展实施方案的批复》，自 2019 年 10 月起，公司管理运营的政府还贷性公路收入（不含使用政府收费公路专项债券资金的政府收费公路项目）不再上缴省财政厅，转为企业自主经营收入，能便于公司业务现金流的及时回笼，但未来公司与政府的绑定或放松，公司市场化经营特征将强化。而公司虽通行费增长较快，但经营仍偏弱，2019 年公司实现通行费收入 145.91 亿元，同比增长 14.50%，占总营收 93.26%，单公里通行费收入为 291 万元，低于行业平均水平（375 万元），路产质量一般。

疫情期间免费政策影响公司上半年业绩和现金流，三季度有所恢复，整体影响有限。为减轻疫情对工商业企业物流成本压力，2020 年 2 月 15 日，交通部发布通知，自 2020 年 2 月 17 日起至疫情结束，全国收费公路免收车辆通行费。叠加春节期间全国收费公路免费延长，公司 2 月份以来几乎没有通行费收入。由于高速公路收现情况好，通行费收入意味着经营活动现金流的流入，免费意味着现金流流入量的短期大幅下降。受免费政策影响，公司 2020 年上半年收入和经营活动净现金流大幅下降，净利润亏损 30.66 亿元。

目前国内疫情已基本得到控制，物流逐步恢复，高速公路车流量恢复很快，4 月 28 日，交通部发文，5 月 6 日开始全国高速公路恢复收费。公司第三季度实现收入 46.01 亿元，同比增长 10.23%，经营活动现金流 14.70 亿

元，同比增加 30.51 亿元，实现净利润 4.38 亿元，环比扭亏为盈。

在建及拟建公路项目较 2017-2019 年下降。截至 2019 年底，公司在建和拟建高速公路项目合计 7 个，合计建设里程 360.62 公里，总投资 338.13 亿元，已完成投资 192.39 亿元，剩余投资 145.74 亿元，建设任务较 2017-2019 年下降。公司在建项目主要为政府还贷项目，在项目资本金筹措及债务偿还等方面拥有财政厅和交通厅的一定支持。其他业务包括建材销售、工程施工、房地产开发等，业务规模都很小。截至 2019 年末，公司房地产项目总投资 44.02 亿元，已投资 19.12 亿元，尚需 24.90 亿元。

公司资产规模很大，以路产为主，流动性较弱，符合行业特征。截至 2019 年末，公司总资产 5622.24 亿元，资产规模很大，以非流动资产为主。资产主要包括：固定资产占比 78.58%、在建工程占比 8.55%、无形资产占比 4.88%。固定资产 4418.24 亿元、在建工程 480.49 亿元，主要为完工及在建的公路资产；无形资产 274.37 亿元，主要为特许经营权和服务区经营权。公司还持有可供出售金融资产 217.31 亿元，主要是持有的湖南财信金融控股集团股权（账面价值 200 亿元），其为湖南省唯一的省级地方金融控股公司，拥有诸多金融牌照及资产，核心参控股公司包括财富证券、湖南信托、吉祥人寿和华融湘江银行（通过子公司湖南财信投资控股有限责任公司持有）。长期股权投资 2019 年末为 36.02 亿元，其中对联营企业现代投资（代码：000900.SZ）投资额为 31.44 亿元，未质押。

主业盈利能力较弱，政府补助及投资收益对公司利润补充明显。公司营收保持增长，但受财务费用侵蚀，主业利润持续为负，依靠政府补助及投资收益等，整体维持盈利。2019 年公司实现营业收入 156.45 亿元，同比增长 10.66%；实现净利润 5.63 亿元，同比增长 10.47%；营业外收入 11.08 亿元，以政府补助为主，投资净收益 7.16 亿元，主要为持有的公路和金融公司股权资产贡献。2019 年净利率、净资产回报率分别为 3.60%、0.32%，整体盈利能力较弱，通行费收入仅仅覆盖利息支出。

经营获现较好，2017-2019 年自由活动现金流缺口较大，未来有望转正。2017-2019 年，公司收现比分别为 92.61%、108.7%、101.13%，收现情况良好；经营活动净现金流分别为 94.62 亿元、148.81 亿元、166.34 亿元，随着通行费收入的提升经营活动净现金流持续增长，投资活动净现金流分别为-170.89 亿元、-386.6 亿元、-148.30 亿元。整体上看，近年来公司在建项目投资支出处于高位，成本回收滞后，现金流承压，2020 年受疫情免费政策影响，公司经营性净现金流承压。预计 2021-2025 年公司在通行费收入增长和投资下降的背景下，公司能实现正的自由现金流。

债务负担重，非标借款有一定增加，债务结构稳定性尚可，政府给予一定偿债支持。截至 2020 年 9 月末，公司的资产负债率为 66.44%,全部债务资本化比率为 63.87%,公司债务负担较重,截止 2019 年末,公司总债务 3258.52 亿元，非标借款为 58.48 亿元，较上年同期增加 40 亿元，为新增对国银租赁的租赁借款。

期限结构方面，截至 2020 年 9 月末，短期债务占比 9.41%，货币资金/短期债务为 0.44，覆盖程度不足，短期债务依赖续作，2017-2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.11、1.09 和 1.10，EBITDA 对利息覆盖一般，未来随着路产渡过培育期、通行费收入的增长和市场利率的下降，自身盈利对利息的覆盖能力将继续提升，但还本仍需依赖较大的政府支持。公司业务收现情况较好，湖南省政府对还贷性项目借款偿付的支持，能减轻公司实际债务负担。

融资环境较好，备用银行授信充足。公司融资渠道以银行借款和发行债券为主。截至 2020 年 6 月末，公司获得银行授信总额 5845.20 亿元，尚未使用额度 1994.69 亿元，备用授信较为充足。截至 2020 年 6 月末，公司以高速公路收费权质押向银行融资 2529.36 亿元，以收费权质押涉及的资产金额合计约 4798.17 亿元，占公司资产总额的 84.93%，收费权已质押比例较高，符合行业特征。债券融资方面，公司公开发债较多，融资成本较低。

或有风险整体可控。截至 2020 年 6 月末，公司对外担保余额 18.17 亿元，为对湖南省交通运输厅和湖南湘电长沙水泵有限公司的担保，或有风险可控。

主体资质总结：公司为湖南省省级唯一的高速公路投资运营主体，路产以政府还贷性高速为主，公益性突出，但公司新的收费公路结算方式或将削弱其与政府的绑定，通行费收入因路网规模的扩张逐年增长，但当前整体路产质量一般。在建及拟建项目较 2017-2019 年下降，资本支出压力下降。财务方面，公司盈利对政府补助、投资收益等较依赖，经营获现较好，2017-2019 年因路产建设任务重自由现金流承压，2021-2023 年未来有望改善，2020 年上半年经营现金流受疫情免费政策冲击大，整体影响有限，关注后续补贴情况。公司资产规模很大，

以路产为主，流动性较弱，债务负担重，流动性偏紧，债务依赖续作，但政府给予一定偿债支持，且公司外部融资环境宽松。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：湖南省高速公路集团有限公司 20201214

主体跟踪报告：湖南省高速公路集团有限公司 20200901

主体跟踪报告：湖南省高速公路集团有限公司 20200607

主体覆盖报告：湖南省高速公路集团有限公司 20191118

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21 华电江苏 SCP007

返回

债券基本信息	债券全称	华电江苏能源有限公司 2021 年度第七期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		4.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.25 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	中国华电集团有限公司(持股比例 80%)					
	主承销商	中国工商银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		大公国际资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定		兴业参考收益率		3.03%	
	兴业参考曲线	0.25 年期评分 3 兴业产业债收益率曲线(2.9373,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20 华电江苏 SCP019	5.0 亿	2020-11-17	2.30%	0.19 年	2.90%	18.90BP
	21 华电江苏 SCP006	5.0 亿	2021-02-04	3.19%	0.18 年	2.89%	18.50BP
	20 华电江苏 SCP022	10.0 亿	2020-12-10	2.50%	0.34 年	2.96%	17.68BP

最新报告

事件:

华电江苏能源有限公司（以下简称“公司”或“华电江苏”）发布的 2019 年年报显示，2019 年公司实现营业收入 197.42 亿元，净利润 7.00 亿元，分别同比增长 1.89%、45.83%。截至 2019 年底，公司总资产 351.91 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率分别为 72.47%、68.59%，分别较 2018 年底下降 6.10、6.32 个百分点。

点评:

江苏省重要发电企业，2019 年主营收入增速放缓。公司是华电集团江苏省内核心子公司，也是江苏省主要的发电供热公司。截至 2019 年 9 月底，公司合并口径装机容量为 1177.77 万千瓦。公司前三季度实现发电量 310.74 亿千瓦时，售电量 299.21 亿千瓦时，上网电量 298.62 亿千瓦时，平均上网电价 0.4187 元/千瓦时。发电设备平均利用小时为 2781.35 小时，综合供电煤耗 258.64 克/千瓦时。供热业务方面，前三季度公司实现供热量 1575.21 万吉焦、售热量 1198.27 万吉焦，平均售热价 63.30 元/吉焦。2019 年，公司实现营业收入 36.73 亿元，同比增长 1.89%，电力收入对总收入贡献较高。公司实现净利润 7.00 亿元，同比增长 45.83%，主要受益于煤价下降、所得税减少等。

经营获现稳定，保持一定规模资本支出。公司收现比维持在 110%以上，经营活动现金流保持稳定净流入，2017-2019 年分别净流入 31.49、15.53、29.12 亿元。同期投资活动现金流净额分别为-31.21、-33.02、-17.49 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司主要在建项目句容煤炭储运码头已完成投资 9.02 亿元，目前该项目已投产；拟建项目为启通天然气管线，预算投资 12.59 亿元，未来仍将保持一定规模的资本支出。

财务杠杆仍处高位，短债占比较高，整体经营偿债能力尚可，备用授信宽裕。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 72.47%、68.59%，债务压力整体下行。总债务 211.62 亿元，短期债务占比过半，债务期限结构有待改善。公司资产以固定资产为主，易变现资产较少，账面货币资金 13.58 亿元，对短期债务覆盖不足，流动比率为 0.31，流动性储备有限。公司经营获现稳定，能为债务周转提供较好支持，整体经营偿债能力尚可。截至 2019 年 9 月底，公司共获得银行授信额度 393.89 亿元，未使用额度 262.11 亿元，备用流动性较充足。

兴业研究主体评分为 3，展望为稳定。公司是华电集团在江苏省的电力运营主体，是江苏省主要的发电供热公司。公司电力装机容量持续增长，市场地位较高，竞争力较强，但电源结构单一，受上网电价、燃煤价格影响较大。

2019 年公司营收稳步增长，盈利提升明显，经营性现金流保持净流入。公司资产负债率较高，且账面流动性储备较有限，但经营获现稳定，银行备用授信额度充足。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能力大幅恶化的可能性很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台:

主体跟踪报告: 华电江苏能源有限公司 20200520

主体覆盖报告: 华电江苏能源有限公司 20190725

本报告仅供"兴业银行—SOA"使用

21 中铝 SCP002

返回

债券基本信息	债券全称	中国铝业股份有限公司 2021 年度第二期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		20.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.06 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	中国铝业集团有限公司(持股比例 30%)					
	主承销商	上海银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定		兴业参考收益率		2.82%	
	兴业参考曲线	0.06 年期评分 3 兴业产业债收益率曲线(2.7586,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	18 中铝 MTN001	20.0 亿	2018-03-20	5.50%	0.04 年	2.36%	13.87BP
	20 中铝 SCP013	5.0 亿	2020-06-11	1.40%	0.00 年	2.15%	13.09BP
	21 中铝 SCP001	20.0 亿	2021-01-22	2.75%	0.38 年	3.00%	17.63BP

最新报告

事件:

公司披露 2020 年三季报，2020 年前三季度营收同比下滑 8.7%至 1331.5 亿元，净利润同比下滑 35.1%至 9.5 亿元；经营活动现金流净额同比增长 15.2%至 93.4 亿元，投资活动现金流由净流出转为净流入。

核心风险点:

1、盈利周期性明显，2018 年以来盈利持续弱化。

点评:

受新冠疫情影响，公司 2020 年前三季度业绩大幅下滑。2020 年初受新冠疫情影响，电解铝下游基础设施建设、家电、汽车等开工延后，短期内行业需求受挫，产品销售承压。公司 2020 年前三季度营收同比下滑 8.7%至 1331.5 亿元，加之铝价大幅下跌，当期计提资产减值损失 10.5 亿元，同期计提信用减值损失 4.4 亿元，致使净利润同比下滑 35.1%至 9.5 亿元。为应对市场的不确定性，公司围绕现金流为中心防范经营风险，当期经营活动现金流净额同比增长 15.2%至 93.4 亿元，投资活动现金流净额由负转正。目前铝价已上涨超疫情前水平，公司单季度业绩逐步改善，但全年业绩承压。

公司产业链完整，资源储备优势大，电解铝规模优势突出。公司拥有“铝土矿-氧化铝-电力-电解铝”完整的产业链条，是国内少有的几家拥有铝土矿的铝企。截至 2019 年底控制铝土矿资源量约为 24.93 亿吨，其中国内铝土矿资源量为 6.83 亿吨，国外铝土矿资源量为 18.10 亿吨。目前在建的 boffa 项目可利用资源储量约 17.50 亿吨，建成后公司铝土矿自给率有望从 50%提升至近 80%。氧化铝是公司主导产品之一，截至 2019 年底，氧化铝年产能达 1886 万吨，公司广西防城港建设年产 200 万吨氧化铝项目预计于 2020 年 6 月建成，达产后氧化铝产能将进一步提升。2019 年公司实现氧化铝产量 1380 万吨，产能利用情况尚可，2018 年氧化铝市占率约 18.87%，市场地位较高。电解铝生产方面，截至 2019 年底，公司电解铝年产能为 459 万吨，2019 年实现电解铝产量 379 万吨，因公司 2019 年转让 19 万吨产能指标，电解铝产量同比下降 9.1%。2019 年公司电解铝制造成本为 11067 元/吨，氧化铝自给率达 100%。截至 2019 年底，公司自备电厂装机容量为 3,256MW，电自给率约 30%。

贸易业务收入规模大，但盈利空间有限。公司贸易业务主要为销售氧化铝、原铝、煤炭等，收入规模较大，2018

年公司主动压缩贸易规模收入同比下滑 3.3%，但 2019 年贸易规模同比增长 11.7%至 1586.3 亿元。公司贸易板块毛利率稳定在 1%-2%之间，盈利空间有限。能源板块主要为煤炭、火力发电、风力发电、光伏发电及新能源装备制造，公司拥有权益煤炭年产能 1,150 万吨，2019 年生产煤炭 1079 万吨，电力总装机容量为 4,249.13MW，完成外售电厂发电量 158 亿千瓦时。2017-2019 年能源板块未经抵消的营业收入分别为 62.34 亿元、71.01 亿元、72.12 亿元，毛利率在 24%-34%之间，盈利能力尚可。

盈利周期性明显，2018 年以来盈利持续弱化。2012-2015 年受行业下行影响，公司主业盈利持续恶化，2014 年亏损额一度达到 170.5 亿元，2016 年铝行业景气度底部回升，业绩开始反弹，2017 全年实现主业利润 25.0 亿元、净利润 23.6 亿元，分别同比增长 243.5%、88.4%；2018 年铝行业供给过剩压力增大，铝市场自高位缓慢下降，目前仍对价格存在较大压力，行业内电解铝企盈利压力普遍增大，但氧化铝价格整体维持高位一定程度弥补了下游盈利压力，2018 年公司销售毛利率 8.84%，相比 2017 年变动不大，主业利润 14.06 亿元、净利润 16.08 亿元，盈利情况有所下滑。2019 年铝价仍延续下滑态势，加之公司低毛利的贸易业务占比提升，销售毛利率较去年同期下滑 1.57 个百分点至 7.27%，公司 2019 年实现营收 1900.74 亿元，同比增长 5.5%，实现主业利润 4.68 亿元，同比缩减 66.7%，增收不增利。2020 年初受新冠疫情影响，电解铝下游基础设施建设、家电、汽车等开工延后，短期内行业需求受挫，铝价处低位，2020 年前三季度营收同比下滑 8.7%至 1331.5 亿元，净利润同比下滑 35.1%至 9.5 亿元。

固定资产及在建工程占比近五成，资产流动性较弱。截至 2020Q3，总资产为 1955.77 亿元，主要构成为：固定资产（925.6 亿元）、存货（196.9 亿元）、无形资产（157.6 亿元）、长期股权投资（125.2 亿元）、在建工程（94.8 亿元）、使用权资产（84.9 亿元）、货币资金（80.6 亿元）、应收账款（63.4 亿元）。固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备，随着在建工程完工转固及合并范围扩大，整体规模持续增长，但 2019 年受计提折旧影响，公司固定资产规模有所下降。存货主要为原材料、在产品及库存商品，截至 2019 年底已累计计提存货跌价准备 5.6 亿元。无形资产主要为采矿权及土地使用权，长期股权投资主要为公司对华银铝业、中铝投资、灵武发电、云铝股份、云铝溢鑫等企业的投资。截至 2019 年底，公司受限资产规模为 91.4 亿元，占总资产比重较低。

短期流动性偏紧。截至 2020Q3，公司资产负债率及全部债务资本化率分别为 63.23%、56.07%，债务负担偏重，短债规模大，截至 2020Q3 短债 357.82 亿元，货币资金 80.62 亿元，短期流动性偏紧。

再融资渠道通畅。截至 2019 年底，公司获银行授信总额为 1674.31 亿元，未使用 1,180.84 亿元，此外，公司作为 A 股、H 股及纽交所上市公司，股权融资渠道通畅，再融资能力较强。

主体资质总结：公司是铝行业重要央企，A 股、H 股及纽交所上市公司，主营氧化铝、电解铝生产业务，产业链完整，资源储备优势大，电解铝规模优势突出。公司盈利表现出明显周期性，2018-2019 年盈利持续弱化，2020 年初受新冠疫情影响铝价大跌，公司 2020 年前三季度业绩大幅下滑，目前铝价已上涨超疫情前水平，公司单季度业绩逐步改善，但全年业绩承压。财务方面，公司短期存量债务规模大、偿债压力大，债务周转对再融资较为依赖。考虑到公司再融资渠道通畅，且作为重要央企上市子公司，受股东支持力度大，整体偿债能力较强。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：中国铝业股份有限公司 20201120

主体跟踪报告：中国铝业股份有限公司 20200508

主体跟踪报告：中国铝业股份有限公司 20200329

主体覆盖报告：中国铝业股份有限公司 20191103

21 山东核电 SCP004

返回

债券基本信息	债券全称	山东核电有限公司 2021 年度第四期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		15.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.49 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	财务指标承诺					
	第一大股东	中电投核电有限公司(持股比例 65%)					
	主承销商	招商银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定		兴业参考收益率		3.20%	
	兴业参考曲线	0.49 年期评分 3 兴业产业债收益率曲线(3.1984,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 山东核电 SCP003	15.0 亿	2021-03-03	3.05%	0.48 年	3.12%	18.14BP
	21 山东核电 SCP002	10.0 亿	2021-01-13	2.95%	0.35 年	2.97%	17.59BP
	21 山东核电 SCP001	10.0 亿	2021-01-11	3.09%	0.34 年	2.97%	18.19BP

最新报告

事件:

山东核电有限公司（以下简称“公司”或“山东核电”）发布 2019 年年报、2020 年三季报、评级报告等。2019 年，公司实现营业收入 69.97 亿元、净利润 12.24 亿元。2020 年 1-9 月，公司实现营业收入 45.90 亿元，同比减少 10.31%，实现净利润 4.92 亿元，同比减少 55.50%。截至 2020Q3，公司总资产 695.14 亿元，资产负债率为 78.54%。

核心风险点:

1、2021 年后，公司海阳核电一期项目销售电价重新确定，关注未来电价水平;

2、债务负担重，易变现资产较少;

3、核电安全生产风险;

点评:

核电机组盈利能力强，关注 2021 年后电价制定情况。公司控股股东为中电投核电，实际控制人为央企国家电投。公司负责山东海阳核电厂的建设和运营。核电项目技术壁垒高，国家政策支持力度大。海阳核电项目是国家首批第三代核电技术（全球首次商业化运营）的自主化依托项目，海阳核电一期工程的 1 号、2 号机组分别已于 2018 年 10 月、2019 年 1 月投入商业运行，机组容量分别为 125 万千瓦。得益于机组投运，2019 年公司实现营业收入 69.97 亿元，同比增加 63.63 亿元，实现净利润 12.24 亿元，同比扭亏，净利率为 17.49%，盈利能力强。2020 年 1-9 月，公司实现营业收入 45.90 亿元，同比减少 10.31%，实现净利润 4.92 亿元，同比减少 55.50%。2019 年、2020H1 公司核电机组利用小时数为 8197 小时、3320 小时，上网电价均为 0.4151 元/千瓦时（含税）。根据《国家发展改革委关于三代核电站首批项目试行上网电价的通知》发改价格【2019】535 号文，公司一期核电试行价格按照每千瓦时 0.4151 元执行，试行价格从项目投产之日起至 2021 年底止，关注未来电价制定情况。

海阳核电二期项目投资规模较大，目前处于前期工作阶段。海阳核电二期项目尚未取得核准文件，仍处于前期工作状态。二期项目计划总投资 367 亿元，截至 2019Q3，已投资 161.10 亿元，主要为部分设备、核燃料预付款和财务费用。二期项目投资的 20%由股东资本金提供，80%由银行贷款支持，银团贷款已于 2015 年签署，待项目通过核准即可提款。保持关注二期项目核准进展。

资产以固定资产、在建工程为主。截至2020Q3，公司总资产695.14亿元，非流动资产占比95.57%。固定资产473.81亿元，占比68.16%，主要为海阳核电一期工程。在建工程160.97亿元，占比23.16%，主要是海阳核电二期工程建设投入。整体看，公司资产流动性较弱，易变现资产较少。

2019年以来经营偿债能力提升，债务压力减轻，目前杠杆率仍维持较高水平。截至2020Q3，公司资产负债率为78.54%，全部债务资本化比率为77.91%。总债务526.03亿元，短期债务169.92亿元。2019年核电机组投运以来，公司经营活动现金流保持大额净流入，2019年、2020年前三季度净额分别为62.34亿元、43.13亿元，为偿债提供较好保障。2019年公司全部债务/EBITDA为10.67倍，经营偿债能力仍偏弱。

融资环境良好。截至2020H1，公司获银行授信总额733.77亿元，尚未使用311.89亿元。公司借款以项目借款为主，其中海阳核电一期项目为国开行牵头的银团贷款。公司与国开行签订了未来电费收费权应收账款质押合同，主合同金额402.89亿元，债务履行期限2016年3月7日-2032年3月6日。根据合同约定，公司同意并指示购电方将售电协议项下的款项直接支付到售电收入归集账户中。

主体资质总结：公司是国家电投集团旗下山东海阳核电项目的建设运营主体，核电机组资产优质，享受政策支持，盈利能力强。1号、2号机组分别于2018、2019年投运，公司营业收入及利润规模大幅增长。二期项目投资规模较大，目前处于前期工作阶段，关注核准进展。公司资产以一二期建设形成的固定资产、在建工程为主，易变现资产较少。2019年以来公司经营偿债能力提升，债务压力减轻，目前杠杆率仍维持较高水平。目前公司机组经营稳定，现金流良好，融资环境宽松，偿债压力不大。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：山东核电有限公司 20210111

主体覆盖报告：山东核电有限公司 20190611

21贵州交通SCP001

返回

债券基本信息	债券全称	贵州交通建设集团有限公司2021年度第一期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		5.0亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.74年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	贵州省交通厅(持股比例100%)					
	主承销商	中国农业银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		东方金诚国际信用评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		3.65%	
	兴业参考曲线	0.74年期评分3-兴业产业债收益率曲线(3.6503,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	15黔交建MTN001	20.0亿	2015-05-21	5.49%	1.21年	3.74%	58.79BP
	20贵州交通SCP002	10.0亿	2020-12-08	2.90%	0.08年	3.17%	55.79BP
	15黔交建MTN002(7年期)	15.0亿	2015-09-16	5.00%	1.53年	3.85%	61.64BP

最新报告

事件:

更新公司2020Q3财务数据。截至2020Q3，公司总资产1888.42亿元，资产负债率77.37%，总债务1206.21亿元，短期有息债务156.80亿元。2020年1-9月，公司经营活动净现金流17.75亿元，投资活动净现金流-137.82亿元。

核心风险点:

1、公司债务规模持续增长，债务负担较重;

2、公司投资支出维持高位，对外部融资依赖程度很高;

点评:

贵州省经济基础薄弱，近年经济保持高速增长。2019年，贵州省实现地区生产总值16769.3亿元，经济总量在全国31个省级行政区域（不含港澳台地区）中排名第22位，较上年上升1位，经济总量同比增长8.3%，较上年下滑0.8个百分点，近年来经济增速持续下滑，但仍高于全国同期2.2个百分点，经济增速较高。2019年，贵州省人均GDP4.6万元，为当年全国平均水平的65.5%，发展水平仍相对较低。2019年三次产业比例为13.6:36.1:50.3，地区支柱产业主要为煤炭开采和洗选业，电力、热力生产和供应业，烟草制品业，酒、饮料和精制茶制造业等。

财政对上级补助依赖程度较高，自给程度较低，债务负担较重。2019年贵州省综合财力6548.6亿元；一般公共预算收入1767.4亿元，同比增长2.3%，其中税收收入1203.9亿元，同比下降4.9%，税收占比68.1%；中央转移支付2966.7亿元，同比增长2.4%；政府性基金收入1710.9亿元，同比增长36.9%，另收到中央补助33.52亿元。财政平衡方面，2019年贵州省一般公共预算支出5921.4亿元，同比增长17.7%，财政收支平衡率仅为29.8%，同比下降4.6个百分点，财政自给率长期维持在较低水平，自身收入对支出覆盖程度较低，对上级补助收入依赖较大。截至2019年末，贵州省政府债务限额10193.3亿元，政府债务余额9673.4亿元，同比增长15.6%，政府债务率147.7%，政府债务负担较重。

公司地位突出，政府支持力度大。公司为贵州省级平台，是省内主要的交通基础设施投融资、建设及经营主体，业务具有较强区域专营性，地位突出，政府支持力度较大。2019年，公司收到贵州省交通厅项目投资款和地方政府项目投资款合计83.23亿元。

公路工程项目投资规模较大，面临较大资金支出压力。公司建筑施工以公路工程施工为主，同时包含少量市政工程和房屋建筑施工业务。2019年，公司新签公路工程合同额423.78亿元，同比大幅增长149.59%。截至2020年3月末，公司公路工程业务在手合同额640.49亿元，项目储备充足，项目主要位于贵州省内，施工类型包括总承包模式及PPP模式，项目业主方以地方政府为主，回款较有保障。此外，截至2020年6月末，公司合并范围内包含8个投资类项目，其中BOT+EPC+政府补贴模式项目1个，PPP项目7个，均处在建设期，运营期均为30年。截至2020年6月末，上述投资项目计划总投资1184.52亿元，已投资319.78亿元，未来仍面临较大资金支出压力。

运营路产区位条件不佳，近两年持续亏损。截至2020年9月末，公司正式运营高速公路项目14个，主要位于贵州省内，多数路产所处区位经济发展水平偏低且正式投入运营时间较短，通行费收入规模有限。2017-2019年，公司通行费收入分别为6.74亿元、9.21亿元、7.88亿元，2019年收入同比下降14.44%，主要系当年第三季度推行五折优惠政策所致，当期业务毛利率转负至-18.12%。2020年受疫情影响，公司运营路产车流量减少，免费通行时间延长，前三季度仅实现通行费收入5.50亿元，毛利率-35.45%。

收入规模增长，但受财务费用侵蚀较严重，盈利能力弱。2019年，公司实现营业收入361.95亿元，同比增长13.12%，收入主要来自建筑施工业务，综合毛利率12.63%，同比保持稳定。同期，公司期间费率8.77%，同比上升0.52pct，主要为财务费用增长，对主业利润侵蚀增多。同期，公司实现净利润7.32亿元，同比降少13.98%，整体盈利能力偏弱。2020年前三季度，公司实现营业收入257.92亿元，同比增长4.83%，综合毛利率15.04%，受疫情影响有限。同期，公司期间费率12.84%，期间费率大幅增长，主要系在建项目资金需求量较大，财务费用增长较快所致，费用侵蚀较为严重。同期，公司实现净利润4.00亿元，同比减少51.79%，盈利能力趋弱。

资产以项目成本和特许经营权为主，资产受限比率较高，流动性弱。截至2019年末，公司总资产1711.58亿元，非流动资产占比61.06%。公司资产主要包括货币资金7.71%、应收账款9.40%、存货11.96%、在建工程38.73%、无形资产17.49%。截至2019年末，公司货币资金132.00亿元，包含受限资金11.96亿元。应收账款160.46亿元，主要为应收贵州省地方国企和政府单位工程款。存货204.66亿元，主要为工程施工项目成本。在建工程662.90亿元，主要为BOT和PPP项目投资。无形资产299.35亿元，主要为高速公路特许经营权。截至2019年末，公司受限资产860.08亿元，主要为无形资产和在建工程，资产受限较高。截至2020Q3，公司总资产1888.42亿元，较上年末增长10.33%，其中无形资产增长至606.25亿元，主要系BOT高速公路项目完工后结转至无形资产所致，其余无重大变化。

项目建设运营周期较长，现金流压力较大。公司在建项目主要为高速公路、道路、桥梁和隧道等长周期项目，投资规模大，成本回收期长，现金流出和流入时点不匹配，在建设期面临较大资金压力。2017-2019年及2020Q3，公司投资活动现金流分别净流出163.58亿元、139.62亿元、156.65亿元、137.82亿元，投资支出维持高位，对外部融资依赖程度很高。

债务负担较重，债务规模持续增长，以长期债务为主，短期偿债压力不大。截至2020Q3，公司资产负债率77.37%，杠杆水平较高，总债务1206.21亿元，债务规模持续增长。2019年，公司全部债务/EBITDA 22.11，债务负担重，经营偿债能力弱。公司债务主要为大型国有银行及政策性银行长期借款，融资成本较低，2019年EBITDA利息保障倍数2.10，覆盖率尚可。公司受政府和金融机构支持力度大，融资能力强，目前账面资金较为充裕，截至2020Q3，公司短期债务156.80亿元，货币资金比短期债务为0.84，覆盖较充足，短期偿债压力不大。

截至2020年3月末，公司共获得银行授信额度2626.30亿元，尚未使用1598.72亿元，备用流动性充裕，但贵州省城投公司非标融资违约频发，或对公司融资环境产生负面影响，需关注相应风险。

截至2019年末，公司无对外担保。

主体资质总结：贵州省为西南部省份，经济基础较为薄弱，但近年经济保持较高增速，财政实力在省级行政单位中处于中下游水平，财政对上级补助依赖程度较高，自给程度较低，债务负担较重。公司为贵州省级平台，是省内主要的交通基础设施投融资、建设及经营主体，资产规模超千亿，在省内平台体系中地位突出，政府支

持力度大。公司在建项目主要为高速公路、道路、桥梁和隧道等长周期项目，投资规模大，成本回收期长，现阶段面临较大资金压力，自由现金流缺口较大，对外部融资依赖程度较高，债务规模持续增长。公司目前债务规模较大，但主要为大型国有银行及政策性银行长期借款，融资成本较低，且外部融资环境良好，融资能力强，债务周转压力不大。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：贵州交通建设集团有限公司 20210301

主体跟踪报告：贵州交通建设集团有限公司 20200415

主体覆盖报告：贵州交通建设集团有限公司 20191111

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21 南通经开 SCP001

返回

债券基本信息	债券全称	南通经济技术开发区控股集团有限公司 2021 年度第一期超短期融资券		
	债券类型	超短融	发行规模	4.5 亿元
	发行日期	2021-03-09	发行期限	0.49 年
	增信方式	-		
	特殊条款	交叉保护条款,财务指标承诺		
	第一大股东	南通市人民政府(持股比例 100%)		
	主承销商	南京银行股份有限公司		
	外部评级	AAA/-,稳定	评级机构	联合资信评估有限公司
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定	兴业参考收益率	4.00%
	兴业参考曲线	0.49 年期评分 3-兴业城投债收益率曲线(4.0450,2021/03/08)		

相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	16 通经 01	0.6 亿	2016-09-08	3.78%	0.50 年	3.55%	60.21BP
	16 南通经开 MTN004	4.0 亿	2016-09-22	3.58%	0.55 年	3.40%	42.04BP
	20 通经 01	10.0 亿	2020-07-30	3.30%	0.41 年	3.45%	58.85BP

最新报告

事件:

10 月 29 日，南通经济技术开发区控股集团有限公司（以下简称“公司”）发布了 2020 年三季度财务报表。2020 年前三季度，公司实现营业收入 47.48 亿元，同比增加 104.46%；实现净利润 1.87 亿元，同比增加 1.00 亿元。截至 2020 年 9 月末，公司总资产 618.16 亿元，资产负债率为 62.49%。

核心风险点:

南通市与南通经开区债务负担重;

资产以其他应收款为主，流动性较弱;

债务负担较重，债券与非标融资占比偏高。

点评:

南通市经济体量大，发展水平高。南通市 2019 年实现地区生产总值 9383.4 亿元，可比价增长 6.2%，经济总量在江苏省排第四位，经济体量大；人均 GDP12.9 万元，经济发展水平高。2019 年南通市三次产业结构为 4.6:49.0:46.4，三大重点支柱产业为高端纺织、船舶海工和电子信息，三大重点新兴产业为智能装备、新材料、新能源和新能源汽车。

南通市财政收入增速缓慢，自给程度一般，债务负担重。南通市 2019 年实现一般预算收入 619.3 亿元，同比增长 2.2%，近三年复合增速仅 1.56%，财政收入增长缓慢。2019 年南通市财政自给率 63.5%，自给程度一般；政府性基金收入 948.3 亿元，同比增长 14.5%，综合财力 1658.4 亿元。截至 2019 年末，南通市地方政府债务余额 1562.7 亿元，发债融资平台有息债务余额 4885.9 亿元，据此计算，综合债务率（(显性债务+城投债务）/综合财力）为 388.9%，整体债务负担重。

南通经开区有一定的经济规模。南通经开区于 1984 年成立，是中国首批 14 个国家级开发区之一。2019 年，南通经开区实现 GDP 690.68 亿元，可比增速为 6.5%；固定资产投资 358.67 亿元，同比增长 1.5%。地区支柱产业主要为电子信息、机械装备、新材料、新医药、新能源、现代服务业。

南通经开区具有独立财权，自给程度高，债务负担重。南通经开区 2019 年综合财力约 93.71 亿元，其中一般预算收入 56.96 亿元，同比增长 8.7%；税收收入占比 93.80%，收入质量较高；政府收支平衡率 213.33%，自给程度高。2019 年末，南通经开区政府债务余额 108.94 亿元，发债城投有息债务余额 246.59 亿元，据此计算，综

合债务率((显性债务+城投债务)/综合财力)为 379.39%，区域债务负担重。

南通经开区共有 2 家城投发债主体，公司为核心平台，受政府支持力度较大。南通经开区共有 2 家城投发债主体，具体情况详见下表。公司为区域内核心平台，主要负责南通经开区的基建、土地开发整理等业务。另一家南通经济技术开发区新农村建设有限公司（以下简称“经农开建”）是公司的全资子公司。2017 年 6 月与 2018 年 12 月，南通经开区管委会分别以货币形式对公司增资 30 亿元和 10 亿元。2020 年 7 月，南通市人民政府将江苏炜赋集团有限公司、南通经济技术开发区新农村建设有限公司、南通综合保税区发展有限公司的全部或部分股权（分别为 100%、100%、90.68%）注入公司。整体来看，公司受政府支持力度较大。

业务公益性较强，回款方主要为南通经开区管委会，后续存在一定的资本支出压力。公司是南通经开区重要的基础设施建设、土地拆迁整理和保障房建设主体，控股股东与实控人均为南通市人民政府。2020 年前三季度，公司实现营业收入 47.48 亿元，同比增加 104.46%；从当期收入构成来看，基本建设工程占 17.09%（毛利率 8.00%），拆迁项目工程占 1.42%（毛利率 100%），房产销售占 6.31%（毛利率 7.74%），商品销售占 66.89%（毛利率 1.10%），整体来看，业务公益性较强。其中，基建业务的回款方主要为南通经开区管委会；截至 2020 年 9 月底，公司主要在建项目计划总投资 13.62 亿元，已完成投资 7.32 亿元；拟建项目计划总投资 8.93 亿元。拆迁业务收入规模较小，费用由南通经开区财政局返还；截至 2020 年 9 月底，在建拆迁项目预计总投资 9.35 亿元。安置房业务的回款方主要为南通经开区管委会；截至 2020 年 9 月底，公司在售市场化销售保障房项目合计已投资 44.15 亿元，销售进度已接近尾声；在建保障房项目计划总投资 11.70 亿元，已完成投资 5.90 亿元，无新规划项目。公司商品销售业务以钢材为主，收入规模增长较快，利润水平较低，下游客户集中度一般。整体来看，公司后续存在一定的资本支出压力。

主业盈利能力一般，现金流波动较大，前三季度自由现金流缺口收窄，后续仍依赖外部融资。2020 年前三季度，公司实现主业利润 1.09 亿元，主业盈利能力一般。同期，公司经营性净现金流-15.20 亿元，投资性净现金流有负转正至 15.07 亿元，自由现金流缺口收窄。筹资性净现金流由正转负至-22.82 亿元。整体来看，公司现金流波动较大，考虑到后续的资本支出压力，仍依赖外部融资。

前三季度划入三家子公司，资产规模快速扩张，仍以其他应收款为主，保持较强的公益性，流动性依旧较弱。截止 2020 年 9 月末，公司总资产 618.16 亿元，较年初增长 39.17%，规模大幅扩张；主要构成中，其他应收款占 46.52%，存货占 12.71%，货币资金占 9.08%。因三家子公司划入等原因，与年初相比，货币资金增加 38.38 亿元，其他应收款增加 22.67 亿元，存货增加 36.12 亿元，其他流动资产增加 22.39 亿元。其中，其他应收款主要为应收南通经开区管委会与南通经开区财政局的委托代建款项。存货主要为房地产开发成本、房地产开发产品和土地围堰开发。截至 2020 年 9 月末，公司受限资产 44.14 亿元，占总资产的 7.15%，主要为抵押的房产和土地。整体来看，公司资产保持较强的公益性，但流动性依旧较弱。

杠杆水平下降，债务负担较重，期限结构有所改善，债券与非标融资占比偏高，仍有一定的短期偿债压力。截至 2020 年 9 月末，公司总债务 320.78 亿元，较年初增加 74.19 亿元；资产负债率 62.46%，较年初下降 5.68 个百分点；全部债务资本化率 58.05%，较年初下降 5.52 个百分点，杠杆水平下降，债务负担仍较重。期限结构来看，公司短期债务占比由年初的 33.46%下降至 27.57%，期限结构有所改善。融资渠道来看，根据最新一期的债券募集说明书披露，截至 2020 年 9 月，银行借款约占 37%，债券直融约占 36%，非标约占 27%，主要为债权融资计划，债券与非标占比偏高。截至 2020 年 9 月末，公司货币资金与短期债务的比值由年初的 0.22 上升至 0.63，货币资金对短期债务的覆盖水平提升，但仍有一定的短期偿债压力。

备用流动性充裕，担保规模较大，存在一定的或有负债风险。截至 2020 年 9 月末，公司获银行授信额度 300.18 亿元，尚未使用额度 111.07 元，备用流动性充裕。同期末，公司对外担保余额 88.45 亿元，占当期净资产的 36.43%，规模较大，担保对象主要为当地国有企业，存在一定的或有负债风险。

主体资质总结：南通市经济体量大，发展水平高，财政收入增速缓慢，自给程度一般，债务负担重。南通经开区有一定的经济规模，具有独立财权，自给程度高，债务负担重。公司为南通经开区的核心平台，受政府支持力度较大，控股股东与实控人均为南通市人民政府，业务公益性较强，回款方主要为南通经开区管委会，后续存在一定的资本支出压力。财务方面，公司主业盈利能力一般，现金流波动较大，依赖外部融资；2020 年前三季度由政府划入三家子公司，资产规模快速扩张，仍以其他应收款为主，公益性较强，流动性较弱；资产负担较重，以长期债务为主，债券与非标融资占比偏高，存在一定的短期偿债压力。公司备用流动性充裕，担保规

模较大，存在一定的或有负债风险。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能力大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：南通经济技术开发区控股集团有限公司 20210126

主体跟踪报告：南通经济技术开发区控股集团有限公司 20200704

主体跟踪报告：南通经济技术开发区控股集团有限公司 20200422

主体覆盖报告：南通经济技术开发区控股集团有限公司 20191115

本报告仅供"兴业银行-SOA"使用

21 徐工集团 SCP002

返回

债券基本信息	债券全称	徐州工程机械集团有限公司 2021 年度第二期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.62 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	徐州市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 90%)					
	主承销商	兴业银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		3.48%	
	兴业参考曲线	0.62 年期评分 3-兴业产业债收益率曲线(3.5818,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 徐工集团 SCP001	4.0 亿	2021-01-04	2.40%	0.08 年	2.61%	5.52BP

最新报告

徐州工程机械集团有限公司（以下简称“公司”或“徐工集团”）成立于 1985 年，截至 2020 年 9 月末，控股股东及实控人均为徐州市国资委，其持股比例 100%。2019 年公司主营业务收入构成为：起重机械 24.55%、挖掘机械 17.75%、混凝土机械 11.32%、铲运机械 7.45%、其他工程机械及备件等 19.85%，毛利润占比分别为 25.93%、16.34%、9.56%、5.96%、28.25%。

核心风险点：

行业周期性强；

应收账款、负有回购责任的按揭及租赁款规模较大，存在一定资金占用风险和或有风险；

盈利依赖上市公司徐工机械，但持股比例不高，归母净利润、归母净资产占比较低，混改完成后将进一步下降；

机械行业龙头，产品多元化程度高，规模优势突出，市占率位居行业前列。公司产品种类丰富，系列完善程度位居行业前列，涵盖了起重机械、铲运机械、挖掘机、桩机钻孔机、载重汽车、消防机械、环卫机械等，多项细分子产品（起重机械、压实机械、路面机械、筑路机械等）市占率位居行业之首。公司在 2020 年英国 KHL 世界权威全球工程机械行业排名中位居全球第四位、国内首位，公司拥有从零部件到主机的自主专业化生产能力，种类齐全，结构均衡，综合竞争力强劲。

行业景气度高位运行，公司产品销量持续扩张，收入及盈利快速增长。工程机械行业周期性强，行业景气度主要受下游基建、地产投资影响，2012-2016 年固定资产增速回落、工程机械产品供过于求导致行业景气度大幅下降，2016 下半年起，经济复苏、设备更新换代周期启动推动行业景气度快速反弹。尽管 2020 年初新冠疫情对行业销售造成短期冲击，不过疫情后下游基建、房地产投资修复带动行业景气度快速回升并再创新高，当前行业仍处设备更新换代高峰期，预计行业增速高位回落但整体景气度仍将维持高位。公司作为行业龙头，充分受益于本轮行业景气提升，各类产品产销量均持续扩张，2017-2019 年及 2020 年 1-9 月，公司起重机械销量分别为 1.63、2.33、2.83 和 2.52 万台，装载机销量分别为 1.27、1.60、1.97 和 1.57 万台，挖掘机械销量分别为 1.24、2.56、3.51 和 3.60 万台。同期，公司营业收入分别为 404.37、643.41、878.14 和 768.54 亿元，净利润分别为 4.17、3.12、28.35 和 20.41 亿元，其中 2018 年收入大幅扩张但净利润下滑，主要系资产减值损失规模扩大所致。

应收账款、负有回购责任的按揭及租赁款规模较大，持续存在资金占用风险及或有风险。公司销售结算方式包括全额付款、按揭贷款、分期付款和融资租赁等，公司对按揭贷款负有回购责任、对融资租赁款负有回购担保义务。截至 2020Q3，公司应收账款为 475.80 亿元，近年规模快速扩张，占总资产的比重为 28.87%，较 2019 年

末提升 1.51pct。2017-2019 年公司应收账款周转率分别为 1.62、2.37、2.62 次，周转速度持续加快，2019 年末坏账计提比例为 8.70%，较主要竞争对手而言，公司应收账款周转速度较快，坏账计提政策相对严格。截至 2020Q3，公司负有回购责任的按揭贷款余额为 68.08 亿元，负有回购责任的融资租赁余额为 257.29 亿元。整体看公司应收账款规模增长较快，资金占用规模扩大，同时负有回购责任的按揭及租赁款规模较大，若下游行业景气度弱化，则客户还款能力可能受到冲击，公司持续面临较大的资金占用风险及或有风险。2017-2019 年公司分别计提坏账损失 2.23、15.36、19.57 亿元。

对外投资、产能扩张导致公司现金流持续承压，未来资本开支压力有所下降。2017-2019 年及 2020 年 1-9 月，公司经营活动现金流净额分别为 8.10、22.45、11.59、11.03 亿元，投资活动现金流净额分别为-8.22、-37.29、-43.61、21.56 亿元，筹资活动现金流净额分别为 6.42、63.56、49.55、71.68 亿元。公司经营性现金流表现尚可，但由于对外股权投资以及产能扩张，投资性现金流保持较大规模净流出，2020 年 1-9 月转为净流入主要系收回投资收到的现金规模较大所致。截至 2020Q3，公司在建项目计划投资 91.43 亿元，尚需投资 15.39 亿元，拟建项目尚需投资 9.60 亿元，后续资本开支压力有所下降。

杠杆水平持续上行,债务负担较重,短期流动性偏紧。公司杠杆水平持续上升,截至 2020Q3,资产负债率为 77.31%,全部债务资本化比率为 70.69%，较 2019 年末分别上升 4.01pct、4.51pct。2019 年公司总债务/EBITDA 为 10.17，EBITDA 利息保障倍数为 4.99，公司债务负担较重。截至 2020Q3，公司总债务为 901.53 亿元，其中短期债务为 633.94 亿元，占有息债务的比重达到 70.34%，货币资金/短期债务为 0.49 倍，短期流动性偏紧。

融资环境较好。公司为徐州市重要的国有企业，外部融资环境较好，截至 2020Q3，公司及下属子公司共获得银行授信总额 1304.04 亿元，未使用额度为 651.87 亿元。此外，公司持有徐工集团工程机械有限公司（简称“徐工有限“）100%股权，徐工有限持有徐工机械（000425.SZ）38.11%的股权，未质押。

混改及增资事项完成后,公司资本实力将大幅增强,经营效率有望提升。2020 年 9 月 22 日,徐工机械(000425.SZ)发布了徐工有限混改进展的自愿性信息披露公告，徐工有限混改股权转让和增资项目已经与战投签订相关协议，并履行了相关审批手续。徐工集团将其持有的徐工机械 18.41%、8.59%、6.14%的股权分别转让给江苏省国信集团有限公司、建信金融资产投资有限公司、交银金融资产投资有限公司，总对价 54 亿元。增资方面，徐工机械与 12 名战略投资者及员工持股平台徐工金帆签订增资协议，合计获得增资 156.56 亿元，其中 12.04 亿元计入注册资本，其余增加资本公积。上述股权转让及增资事项完成后，徐工集团对徐工有限的持股比例由 100%下降至 34.10%，江苏国信、天津茂信、上海胜超持股比例分别为 9.39%、10.45%、10.02%，徐工金帆持股比例 2.72%。此次混改及增资实项完成后，公司维持了对徐工机械的控股地位，同时混改引入了实力雄厚的省级投资平台和金融机构，增资后资本实力大幅增强，资本结构将大幅改善。此外，混改后徐工机械整体经营效率有望提升，盈利能力有望改善。

盈利依赖上市公司徐工机械，但持股比例不高，归母净资产、归母净利润占比较低，混改完成后预计进一步下降。2019 年徐工机械实现营业收入 591.76 亿元，利润总额 41.02 亿元，占公司营收、利润总额的比重分别为 67.39%、122.81%，非上市板块盈利能力弱。截至 2020 年 9 月末，公司对上市孙公司徐工机械的间接持股比例为 38.11%，公司归母净资产为 147.48 亿元，占净资产的 39.45%，归母净资产占比较低。2020 年 1-9 月公司实现净利润 20.41 亿元，少数股东损益 16.32 亿元，归母净利润仅 4.09 亿元。混改完成后公司对徐工有限的持股比例进一步下降，预计归母净资产、归母净利润占比将会进一步下滑。截至 2020 年 9 月末，母公司报表总资产为 119.89 亿元，主要包括对子公司的长期股权投资 98.68 亿元、其他应收款 14.69 亿元，总债务为 23.00 亿元，全部为短期借款，货币资金仅 2.92 亿元，母公司层面流动性偏紧。

主体资质总结：公司是徐州市重要国企、国内工程机械行业龙头，综合实力强。2017 年以来行业景气度持续回升，公司产品产销量持续扩大，营收和盈利快速增长。不过公司对下游客户的应收账款、负有回购责任的按揭及租赁款规模较大，持续存在资金占用风险及或有风险，每年产生较大规模的资产减值损失。公司经营性现金流表现尚可，但对外投资、产能扩张导致自由现金流持续承压，目前公司债务负担较重，短期流动性偏紧。此外，公司间接控股上市公司徐工机械，盈利主要由徐工机械贡献，但公司持股比例不高，归母净资产、归母净利润占比较低。公司正在推进子公司层面的混改实项，混改完成后公司仍然保持对徐工机械的控股地位，同时资本实力大幅增强，资本结构有望明显改善，同时经营效率有望进一步提升，但公司对徐工有限以及上市公司的持股比例将进一步下降。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能

大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台:

主体覆盖报告: 徐州工程机械集团有限公司 20210104

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21镇江城建SCP005

返回

债券基本信息	债券全称	镇江城市建设产业集团有限公司2021年度第五期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		5.0亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.25年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	镇江市国资委(持股比例100%)					
	主承销商	交通银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/-,稳定		评级机构		上海新世纪资信评估投资服务有限公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		3.78%	
	兴业参考曲线	0.25年期评分3-兴业城投债收益率曲线(3.7253,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20镇江城建CP004	6.0亿	2020-05-21	3.00%	0.21年	4.85%	196.03BP
	20镇江城建SCP012	8.0亿	2020-08-24	3.53%	0.20年	4.85%	195.92BP
	20镇江城建SCP011	5.0亿	2020-08-18	3.58%	0.19年	4.84%	195.88BP

最新报告

事件:

更新公司2020Q3财务数据。截至2020Q3，公司总资产1834.89亿元，资产负债率64.85%，总债务997.90亿元，短期有息债务494.07亿元。2020年1-9月，公司经营活动净现金流7.84亿元，投资活动净现金流-10.52亿元。

核心风险点:

1、镇江市下辖平台数量较多，隐性债务负担较重;

2、公司资产以政府欠款和土地为主，资产受限比率较高，资产流动性较弱;

3、公司债务负担较重，短债占比高，存在较大短债缺口。

点评:

江苏省经济财政实力很强，债务负担重。根据江苏省2019年统计公报，2019年江苏省实现GDP99631.52亿元，可比增速为6.1%，GDP总量在全国31个省市中排名第二，仅次于广东。人均GDP为12.36万元，仅次于北京和上海。2019年三次产业结构为4.3:44.4:51.3。根据江苏省2019年财政预算执行报告，2019年江苏省综合财力约为22469.33亿元，一般预算收入实现8802.36亿元，同比增长2.0%（同口径增长12.6%），其中税收收入占比83.38%，收入质量较高。2019年财政收支平衡率为70.00%，财政自给程度尚可。2019年政府性基金收入完成9249.59亿元，同比增长12.49%。截至2019年末，江苏省地方政府直接债务余额为14878.38亿元，地方政府债务率为66.22%。截至2018年末，江苏省发债融资平台有息债务/综合财力约为233.07%，整体看政府债务负担偏重。

镇江市经济财政实力强，但债务负担重。镇江市为江苏省下属地级市，位于江苏省南部，是长江三角洲重要港口、风景旅游城市。2019年，镇江市实现GDP4127.32亿元，经济总量在地级市中排名靠前，人均GDP12.90万元，远高于全国平均水平，经济发展水平高。2019年，镇江市实现综合财力967.6亿元，财政实力较强，其中一般公共预算收入306.9亿元，政府性基金收入332.9亿元。2019年末，镇江市政府债务1096.87亿元，政府债务率113.36%，辖内城投平台数量较多，平台有息债务规模超4000亿元，隐性债务负担重。

公司为镇江市主平台，业务公益性较强。公司是镇江市市级平台，资产规模在市内所有平台中排名第一，在镇

江市城投体系中处于核心地位。公司是镇江市级最主要的基础设施投融资主体，业务主要包括基础设施及安置房建设、土地整理开发、公用事业等，业务公益性较强，受政府支持力度较大。2017-2019年及2020年前三季度，公司分别获得政府补贴8.28亿元、8.90亿元、8.84亿元、4.79亿元。

资产以政府欠款和土地为主，资产受限比率较高，资产流动性较弱。截至2019年末，公司总资产1799.71亿元，资产规模很大，流动资产占比59.82%。公司资产主要包括货币资金10.63%、其他应收款24.32%、存货20.55%、投资性房地产27.46%。截至2019年末，公司货币资金191.27亿元，包含受限资金134.81亿元，受限比率较高。其他应收款437.69亿元，主要为城市建设项目资金投入及土地整理前期开发费用，欠款方主要为政府部门，回收风险不大，但对公司资金形成长期占用。存货369.79亿元，主要为土地开发成本171.01亿元、房地产开发产品218.70亿元。投资性房地产494.12亿元，主要为以公允价值计量的土地资产。投资性房地产494.12亿元，主要为按公允价值计量的土地使用权。公司账面土地合计590.60亿元，以住宅、商业用地为主，均通过出让方式取得，已全额缴纳土地出让金，其中232.90亿元已用于抵押借款。截至2019年末，公司受限资产合计602.66亿元，受限规模较大，资产流动性较弱。公司资产中公益性资产主要为应收款及存货中土地开发成本，公益性资产占比约56%。截至2020Q3，公司总资产1834.89亿元，无重大变化。

债务负担较重，短债占比高，存在较大短债缺口，但融资环境转好，融资成本降低，债务周转压力小幅减轻。截至2020Q3，公司资产负债率64.85%，总债务997.90亿元，债务规模持续增长，债务负担较重。公司债务主要为银行借款、债券、融资租赁和应收票据等，占比分别为59.28%、30.45%、6.71%，其中银行借款利率4-6%，债券利率约4-7%，信托及资管借款利率7-12%，融资租赁利率5-11%。截至2020Q3，公司短期债务494.07亿元，货币资金比短债为0.39，覆盖比率偏低，仍存在较大短债缺口。截至2020年2月26日，公司存量债券本金合计300.56亿元，其中一年内到期规模156.41亿元，即期偿付压力较大。2019年以来，受益隐性债务置换政策，公司高成本非标债务规模缩减，低成本直融规模增长，整体融资成本下行，融资环境有所修复，债务周转压力短期趋缓。

截至2020年9月末，公司共获得银行授信额度819.53亿元，尚未使用292.76亿元，备用流动性充足。

截至2020年9月末，公司对外担保245.46亿元，担保对象主要为地方国企，担保规模大，存在一定或有风险。

主体资质总结：镇江市为江苏省南部地级市，经济财政实力强，但辖内平台数量较多，债务负担重。公司为镇江市市级平台，资产规模在市内所有平台中排名第一，在镇江市城投体系中处于核心地位。公司是镇江市级最主要的基础设施投融资主体，业务主要包括基础设施及安置房建设、土地整理开发、公用事业等，业务公益性较强，受政府支持力度较大。公司资产以政府欠款和土地为主，资产受限比率较高，资产流动性较弱。公司债务负担较重，短债占比高，短债缺口较大，但融资环境转好，融资成本降低，债务周转压力小幅减轻。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：镇江城市建设产业集团有限公司 20210301

主体跟踪报告：镇江城市建设产业集团有限公司 20200811

主体跟踪报告：镇江城市建设产业集团有限公司 20200408

主体覆盖报告：镇江城市建设产业集团有限公司 20191027

21 中交二航 SCP001

返回

债券基本信息	债券全称	中交第二航务工程局有限公司2021年度第一期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		10.0亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.74年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	中国交通建设股份有限公司(持股比例87%)					
	主承销商	中信银行股份有限公司,华夏银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		上海新世纪资信评估投资服务有限公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		3.78%	
	兴业参考曲线	0.74年期评分3-兴业产业债收益率曲线(3.6503,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	18中交二航MTN002	10.0亿	2018-12-27	5.12%	0.81年	3.73%	63.78BP
	18中交二航MTN001	5.0亿	2018-07-17	6.00%	0.36年	3.46%	65.08BP
	19中交Y1	15.0亿	2019-07-08	4.40%	1.34年	3.96%	79.65BP

最新报告

事件1:

公司公布2019年年报，2019年公司实现营业收入743.49亿元，同比增长25.22%，实现净利润12.51亿元，同比增长1.44%，实现经营活动净现金流为19.51亿元，同比增长24.24%。

事件2:

公司公布2020年半年报，2020年上半年公司实现营业收入281.98亿元，同比下降12.09%，实现净利润0.63亿元，同比下降89.15%，实现经营活动净现金流为-85.81亿元，同比下降-240.59%。

核心风险点:

1、海外业务规模较大，有一定疫情反复和政治经济波动风险。

2、负债率较高，有息债务以短期为主。

点评:

股东背景较强，合同新签情况良好，储备充足，区域和客户质量较好。但港口工程需求面临饱和，非港口类基建领域竞争力一般，毛利率偏低。公司是中国交建全资子公司，收入规模在集团内各工程局中排名前三，拥有公路和港口航道双特级资质，施工能力较强，得到股东在业务和资金方面的一定支持。公司业务主要为基建，包括传统工程承包和投融资项目，近年订单稳定增长，2019年新签合同金额914亿元，同比增长12.4%，截止2020年3月末，公司在手合同927亿元，订单储备良好。公司传统工程承包项目主要类型为港口、公路和桥梁工程，贡献收入的50-60%，新签订单在2019年新签非投融资订单中占比35.9%。市政工程订单占比30.9%，规模大幅提升，其余为铁路、隧道等其他基建工程及房建。公司国内业务主要分布在华中、华东及华南地区，区位良好，业主主要为港务局、地方政府融资平台等国有企业，考虑所在区域的经济发展和交通建设的地位，客户质量较好。公司传统竞争优势在港口工程领域，受到行业需求饱和的影响转型其他基建，整体看竞争力一般，公路桥梁等项目毛利率基本在8%左右，隧道和铁路工程的细分行业壁垒日益明显，2019年毛利率分别为1.36%和-0.16%，整体毛利率水平较低。

海外业务规模增长较快，主要依托集团内，项目质量尚可，目前回款情况正常，但面临一定疫情反复和区域政治经济波动风险。近年来公司海外业务稳定扩张，贡献业务收入约10%，2019年新签合同101亿元，占总规模

的 11.1%。未来公司计划将海外合同量提升到合同总量的 1/3。项目主要分布在中东、南美、非洲、东南亚等地，通过集团的海外平台中国港湾和中国路桥分包而来，项目质量较高。截至 2020 年 3 月末，公司在建前十大海外项目合同总金额 159.6 亿元，已完成合同金额 106.4 亿元，已回款 96.8 亿元，回款正常，但未来面临一定疫情反复和区域政治经济波动风险。

BT 项目回购已基本完成， PPP 项目增长较快，未来仍存一定投资需求。公司早期项目主要为路桥类 BT 模式，截至 2020 年 3 月末，BT 项目已全部进入回购期，后续无新投资计划，累计投资 119.2 亿元，已回款 85 亿元，2020 和 2021 年分别计划回款 16.5 亿元和 4.36 亿元，回购进入尾声。2015 年以来公司新签投融资项目均为 PPP 模式，2017-2019 年分别新签合同 158.4、399、146 亿元。截至 2019 年末累计中标项目 34 个，均已成立 SPV 公司，公司总计需投入资本金 112.5 亿元，已投入 74.29 亿元，尚需投入 38.21 亿元，未来仍有一定投资需求。

营收稳定增长，利润率有所下滑，随着 BT 项目回购逐步完成和 PPP 项目投资增加，自由现金流出现小幅缺口。公司营业收入保持稳定增长，2019 年实现营业收入 743.49 亿元，同比增长 25.22%；毛利率 7.73%同比下降 1.47 个 pct，净利率 1.68%同比下降 0.39 个 pct，ROE9.01%同比下降 2.85 个 pct，受传统优势业务收入减少、业务结构变化影响，利润率有所下滑，同时参股 PPP 项目仍处亏损状态，整体盈利能力一般。2017-2019 年公司经营活动净现金流分别为 49.18、15.7、19.51 亿元，2018 年后 BT 项目回购大部分完成，现金流规模降低。同期投资活动净现金流分别为-17.3、-26.49、-39.57 亿元，随着 PPP 项目投资扩大，存在一定自由现金流有缺口，未来仍有一定投资需求。

疫情影响可控，但仍需关注海外疫情反复情况。2020 年上半年公司实现营业收入 281.98 亿元，同比下降 12.09%，实现净利润 0.63 亿元，同比下降 89.15%，主要受一季度疫情停工影响。分季度来看二季度公司实现营业收入 193.2 亿元，净利润 3.5 亿元，分别同比上升 2.6%和 18.9%，疫情过后业绩恢复较快，公司股东背景较强，业务规模较大，疫情长期影响可控，但仍需关注海外疫情反复情况。

工程类项目占款规模不大，应收账款回收风险可控，融资类项目仍处起步阶段，长期股权投资尚在亏损中。截至 2019 年末公司总资产 933.2 亿元，合同资产、应收账款分别占比总资产 13.3%和 11.8%，工程类项目占款规模尚可。应收账款 109.8 亿元中应收中交集团内占比 37%，剩余部分账龄在 1 年以内占比 85.35%，回收风险可控。长期应收款占比 15.6%，主要为 BT 项目款和一年以上工程款，长期股权投资占比 4.1%，主要为对参股 PPP 项目投资，大多数项目在建设期或运营初期，近年投资收益持续为负。截至 2020H1 公司总资产 951.87 亿元，资产结构与 2019 年末相比变化不大。

负债率较高，有息债务增长较快，账面流动性一般，存在一定债务周转压力；股东背景较强，融资环境较好。截至 2020H1 公司调整永续债后资产负债率为 85.9%，全部债务资本化比率为 69.3%，负债率较高。公司有息债务 261.99 亿元，其中短期债务占比 72.35%，近年来短期债务增长较快，期限结构欠稳定；货币资金对短期债务的覆盖倍数为 0.42，账面流动性一般，存在一定短期债务周转压力。截至 2020 年 6 月末公司共获得银行授信 899.5 亿元，未使用额度 443.31 亿元，备用流动性充足；银行长期借款中信用方式约 90%，银行端资质较好。2020 年 3 月公司发行一笔超短融，票面利率 2.2%，债券融资成本较低，整体来看公司股东背景较强，融资环境较好。

主体资质总结：公司股东背景雄厚，技术资质较高，合同新签情况良好，储备充足，区域和客户质量较好。但港口工程需求面临饱和，非港口类基建领域竞争力一般，毛利率偏低。海外业务规模增长较快，主要依托集团内，项目质量尚可，目前回款情况正常，但面临一定疫情反复和区域政治经济波动风险。BT 项目回购已基本完成， PPP 项目增长较快，未来仍存一定投资需求。营收稳定增长，利润率有所下滑，随着 BT 项目回购逐步完成和 PPP 项目投资增加，自由现金流出现小幅缺口。疫情影响可控，但仍需关注海外疫情反复情况。工程类项目占款规模不大，应收账款回收风险可控，融资类项目仍处起步阶段，长期股权投资尚在亏损中。负债率较高，有息债务规模增长较快，账面流动性一般，存在一定债务周转压力；股东背景较强，融资环境较好。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能力大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：中交第二航务工程局有限公司 20201016

主体跟踪报告：中交第二航务工程局有限公司 20200329

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21 建安投资 SCP001

返回

债券基本信息	债券全称	建安投资控股集团有限公司 2021 年度第一期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		6.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.74 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	交叉保护条款,出售/转移重大资产,对外提供重大担保,债务重组,控制权变更条款					
	第一大股东	亳州市国资委(持股比例 100%)					
	主承销商	中国建设银行股份有限公司,兴业银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/-,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		4.24%	
	兴业参考曲线	0.74 年期评分 3-兴业城投债收益率曲线(4.2352,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20 建安投资 CP003	10.0 亿	2020-12-09	4.26%	0.76 年	3.95%	67.44BP
	21 建安投资 CP001	10.0 亿	2021-01-06	3.80%	0.84 年	3.98%	68.00BP
	19 建安投资 PPN001	11.0 亿	2019-02-28	5.50%	0.98 年	4.25%	93.72BP

最新报告

事件:

建安投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）发布 2020 年三季报。2020 年 1-9 月，公司实现营业收入 35.04 亿元，实现净利润 0.69 亿元。截至 2020 年 9 月末，公司总资产 1294.38 亿元，资产负债率为 63.85%，全部债务资本化比率为 57.41%。

核心风险点:

1、亳州市发展水平较低，财政自给率较低，政府债务负担较重。

2、资产以存货和应收款项为主，流动性偏弱，关联方资金占用较多。

点评:

所属政府行政单位为安徽省亳州市，经济发展水平较低。亳州市为安徽省下属地级市，位于安徽省西北部，距省城合肥 330 公里。亳州市 2019 年实现 GDP 1749 亿元，GDP 可比增速为 9.4%，人均 GDP 为 3.33 万元，远低于全国平均水平。2019 年三次产业的比例为 13.6:35.6:50.8，地区支柱产业主要为现代中药、能源化工、农产品深加工、汽车及零部件制造。

财政收入规模一般，财政自给程度低，债务负担较重。亳州市 2019 年一般公共预算收入完成 126.11 亿元；政府性基金收入完成 260.53 亿元，政府财政收支平衡率为 33.77%。2018 年亳州市地方政府直接债务余额为 441.30 亿元，地方政府债务率为 95.13%。发债融资平台有息债务与综合财力之比为 154.47%，2019 年，亳州市地方政府直接债务余额为 529.7 亿元。整体来看债务较重。

公司为亳州市最重要的城市基础设施投融资主体，主要负责土地开发和基础设施代建业务。公司营业收入主要来源于土地开发和基础设施代建，公司不断推行市场化改革，同时从事金融板块业务，开展股权债权投资、担保、典当和小额贷款等业务。截至 2020 年 9 月，公司注册资本 30 亿元，亳州市国资委为公司全资控股股东和实际控制人。

主业盈利能力较弱，利润依赖政府补助。2017-2019 年及 2020 年 1-9 月，公司营业收入分别为 144.47 亿元、119.18

亿元、99.75 亿元、35.04 亿元。同期主业利润分别为 1.18 亿元、-1.02 亿元、-1.42 亿元、-4.72 亿元。同期净利润分别为 9.39 亿元、9.23 亿元、9.46 亿元、0.69 亿元。政府补贴方面，2017-2019 年公司获得政府补贴 9.01 亿元、9.76 亿元、14.33 亿元。

资产以存货和应收款为主，流动性较弱。截至 2020 年 9 月末，公司总资产 1294.38 亿元，流动资产占比 80.07%。公司资产主要科目包括，存货 35.47%，应收账款 15.81%，其他应收款 14.48%。同期末，存货 459.06 亿元，应收账款 204.69 亿元，其他应收款 187.38 亿元。存货主要为土地资产和开发成本。应收类款项主要为与政府部门往来款，回收时间不确定。整体来看，资产质量一般，流动性较弱。

短期偿债能力一般。2017-2019 年及 2020 年 9 月末，公司资产负债率分别为 62.5%、63.29%、62.85%、63.85%，全部债务资本化率分别为 56.66%、59.64%、58.8%、57.41%。截至 2020 年 9 月末，公司有息债务 630.69 亿元，短期有息债务 153.16 亿元，货币资金比短期债务为 0.64，公司短期偿债能力一般。

公司回款增加，经营活动净现金流呈净流入状态。2017-2019 年及 2020 年 1-9 月，公司收现比 41.06%、71.25%、112.46%、182.32%。同期，公司经营活动现金净流量 6.22 亿元、-39.75 亿元、52.57 亿元、32.94 亿元，投资活动现金净流量-46.95 亿元、-20.77 亿元、-33.31 亿元、-30.19 亿元。同期，公司筹资活动现金净流量 44.4 亿元、64.68 亿元、-40.09 亿元、-12.39 亿元，公司对外部融资依赖有限。

融资渠道通畅，或有风险低。截至 2020 年 6 月末，公司获得银行授信金额为 683.85 亿元，未使用授信金额为 363.58 亿元。截至 2020 年 6 月，公司对外担保金额为 0.36 亿元。公司对外担保对象为亳州学院。

主体资质总结：亳州市经济体量尚可，发展水平较低，财政自给率较低，债务负担较重。公司为亳州市重要的城市基础设施投融资主体，主要负责土地开发和基础设施代建业务。土地开发业务是收入主要来源，可持续性较好；基建代建业务未来资本支出较大，资金面临一定压力。政府对公司支持力度较大，政府补助对利润补充效果明显。资产以存货和应收款为主，流动性较弱。短期偿债压力一般。公司回款增加，经营活动净现金流呈净流入状态。融资渠道通畅，或有风险低。整体来看，违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性较小。
最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：建安投资控股集团有限公司 20201209

主体跟踪报告：建安投资控股集团有限公司 20200508

主体跟踪报告：建安投资控股集团有限公司 20200409

主体覆盖报告：建安投资控股集团有限公司 20191029

21 建租 02

返回

债券基本信息	债券全称	中建投租赁股份有限公司公开发行 2021 年公司债券(第二期)(面向专业投资者)					
	债券类型	公司债		发行规模		10.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		3 年(2+1)	
	增信方式	-					
	特殊条款	回售条款,调整票面利率条款					
	第一大股东	中国建银投资有限责任公司(持股比例 75%)					
	主承销商	中信建投证券股份有限公司,招商证券股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		-	
	兴业参考曲线	2 年期评分 3-兴业产业债收益率曲线(4.0535,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20 建租 01	6.0 亿	2020-03-05	3.79%	2.00 年	4.27%	85.61BP
	20 建租 02	4.0 亿	2020-09-15	4.30%	2.53 年	4.40%	86.13BP
	19 中建投租 MTN001	10.0 亿	2019-07-08	4.74%	1.34 年	4.07%	90.78BP

最新报告

事件:

中建投租赁股份有限公司（以下简称“公司”或“中建投租”）披露 2020 年半年报。截至 2020 年 6 月末，公司总资产 445.89 亿元，净利润 67.35 亿元。2020 年上半年，公司实现营业收入 16.42 亿元，较上年同期增长 20.95%，净利润 2.10 亿元，较上年同期减少 24.34%。

核心风险点:

1、融资租赁及保理风险持续保理，不良规模较大

2、债务负担较重，资产负债期限错配

点评:

业务资金较为依赖直接融资渠道。公司业务资金以外部融资为主，股东注资为辅，2020 年 6 月末公司外部融资余额 342.06 亿元。2020 年 5 月，公司获得控股股东中国建银投资有限责任公司增资 14.89 亿元，其中 7.92 亿元计入实收资本，2020 年 6 月末，公司注册资本增至 34.60 亿元。

2019 年末，直接融资和金融机构借款分别占公司外部融资的 41.42%和 58.58%。2019 年末，金融机构借款中，短期借款和长期借款的相对比例为 23.86:76.14，其中信用借款和抵质押借款占比分别为 16.22%和 67.95%，质押借款年利率为央行同期基准利率浮动-20%至 37%。债券融资、ABS 和 ABN，分别占 2019 年末公司直接融资余额的 88.06%、11.94%；其中超短融票面利率 3.92%-5.68%、3 年期债券票面利率 4.74%-5.48%、5 年期私募债票面利率 5.5%-6.79%。

增量租赁项目投向转向弱周期的交运和消费类，存量项目涉及公益资产的占比较高。2019 年，公司融资租赁业务新增投资 205.49 亿元，同比增长 2.80%，年末应收融资租赁款余额 381.24 亿元，同比增长 17.42%，以售后回租模式为主。2019 年末存量项目主要投向医疗（占 22.77%，规模同比增 49.29%，项目以低线城市的公立医院为主）、公用事业（占 16.27%，规模同比增长 12.53%，客户涉及电力、水务、燃气等领域）、交通运输（占 16.22%，规模同比增长 14.73%，项目主要为航空、汽运、城市轨交，租期为 1-5 年）、制造业（占 26.86%，规模同比减少 0.10%），项目分布于华东（占 29.13%）、华北（占 18.05%）、西南（占 17.84%）、华中（占 15.55%）。

截至 2019 年末，公司投向医疗、教育、公用事业、基建等领域的存量项目合计占应收融资租赁款的 45.63%；根

据《担保法》学校医院等事业单位不可举债、其资产不可抵押，且行业内存在以单个资产多次融资的情形（虞城县人民医院的融资租赁借款事项就高达42起），相关资产对融资金额的保障情况较差。

不良资产规模持续上行，涉诉金额较大。截至2019年末，公司关注类应收租赁款及保理款合计17.78亿元，同比减少13.80%；不良类应收租赁款及保理款合计5.44亿元，同比增长65.70%，其中辉山乳业相关企业合计2.66亿元（已计提减值准备2.39亿元）。2020年6月末，公司关注类应收租赁款及保理款合计17.34亿元，不良类应收租赁款及保理款合计6.64亿元。

截至2019年末，公司账面风险项目主要为永泰能源下属子公司华瀛石化、郑州裕中能源、张家港沙洲电力合计8.74亿元的应收融资租赁款，到期日为2022-2023年，租赁资产为电厂、化工设备；目前郑州裕中能源、张家港沙洲电力已由地方政府及国开行接管。

2019年以来，公司新增涉诉包括康得复合材料有限责任公司1.46亿元（2017年8月的售后回租项目）、冠福控股股份有限公司1.05亿元(2018年的保理项目)、河南中鹤纯净粉业有限公司及河南中鹤品鲜食品有限公司1.54亿元、烟台台海玛努尔核电设备有限公司等1.00亿元（2016年租赁项目）、烟台台海公司5444.23万元（2017年租赁项目）、山西通豫煤层气输配有限公司1.30亿元（2017年租赁项目）、洛阳通豫新奥煤层气输配有限公司7065.75万元（2017年租赁项目）、福建利树股份有限公司（2017年租赁项目）1.20亿元、内蒙古中谷矿业有限责任公司（2017年租赁项目）1.04亿元。

盈利情况一般。公司业务资金端较为依赖直接融资渠道， ABS或ABN以及私募债融资规模扩张，综合资金成本一般。资产端项目拓展交运、医疗、教育等弱周期行业，2017年以来不良资产规模持续增长，不良率上行，拨备持续计提对盈利形成一定侵蚀。随着业务规模的扩张，公司收入和利润持续增长，2019年收入同比增长16.92%至28.46亿元，资产质量下沉，拨备同比增长157.66%至3.89亿元，导致扣非净利润同比增长5.67%至4.40亿元，增速明显不及收入。

现金流缺口长期存在，债务负担较重。公司将租赁业务计入经营活动现金流，购买租赁标的一般采用一次性付款，而租金则采用分期收取，随着业务规模的扩张，公司经营活动活动现金流基本呈净流出状态，对外部资金的依赖不断推升负债规模。

截至2020年6月末，公司资产负债率84.90%，外部融资占全部负债的90.37%，其中一年内需兑付的外部融资占比达52.09%；公司资产以应收融资租赁款为主，占总资产的90.33%，其中一年内到期应收融资租赁款的占40.04%，主要资产负债存在一定的期限错配。截至2020年6月末，公司共获得金融机构授信695.07亿元，剩余504.06亿元额度未使用，其中银行授信672.78亿元，剩余484.46亿元额度未使用；历史借款中抵质押占比较高，2020年6月末受限资产合计占总资产的34.96%，主要为38.31%的应收融资租赁款因保理融资而受限，仍有一定再融资空间，为债务周转提供支持。

主体资质总结：公司为央企中国建银投资有限责任公司旗下租赁企业。资金端较为依赖直接融资渠道，ABS或ABN以及私募债融资规模扩张，综合资金成本一般。资产端项目拓展交运、医疗、教育等弱周期行业，2017年以来不良资产规模持续增长，不良率上行，拨备持续计提对盈利形成一定侵蚀。与永泰能源子公司等暂未逾期的风险项目需关注后续租金回款情况。公司债务负担较重，主要资产与负债期限错配；股东实力雄厚，外部备用流动性尚有一定空间。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：中建投租赁股份有限公司 20210202

主体跟踪报告：中建投租赁股份有限公司 20200515

主体覆盖报告：中建投租赁股份有限公司 20191027

21黄石城投CP001

返回

债券基本信息	债券全称	黄石市城市建设投资开发有限责任公司2021年度第一期短期融资券					
	债券类型	短融		发行规模		10.0亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		1年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	黄石市城市发展投资集团有限公司(持股比例100%)					
	主承销商	交通银行股份有限公司					
	外部评级	AA/A-1,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		4.53%	
	兴业参考曲线	1年期评分3-兴业城投债收益率曲线(4.3767,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	15黄石城投债	6.0亿	2015-04-28	5.99%	1.14年	4.13%	59.73BP
	PR黄城债	6.0亿	2015-04-28	5.99%	1.14年	4.13%	59.73BP
	17黄石城投PPN001	5.0亿	2017-05-25	6.70%	1.22年	4.51%	96.20BP

最新报告

事件:

黄石市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“黄石建投”或“公司”）公告2020年三季报。2020Q1-3，公司实现收入、归母净利润12.43、2.26亿元。截止2020Q3，公司总资产731.04亿元，资产负债率为55.06%。

核心风险点:

黄石市广义债务负担较重。

公司债务负担偏重，非标渠道占比较高，非标融资成本偏高。

点评:

黄石市经济发展水平一般，当地产业以金属冶炼为主。黄石市为湖北省地级市，位于湖北东南部，距离省会武汉距离约100公里，是武汉城市圈副中心城市，通有1条武九高铁，区位优势尚可。2019年黄石市三次产业结构为5.9：50.9：43.2。黄石市已形成黑色金属、有色金属、机械制造、建材、能源、食品饮料、纺织服装、化工医药等八大产业集群，其中黑色金属和有色金属产值规模较大，黄石市知名企业包括大冶有色、大冶特钢、华新水泥、美尔雅等，区域发展潜力一般。黄石市经济总量在湖北省13个市州中位居第9，2019年黄石市GDP为1767.19亿元，可比增速为8.2%，人均GDP为7.2万元，经济发展水平一般。

黄石市财力一般，财政自给程度一般，广义债务负担较重。2019年，黄石市实现综合财力342.83亿元，其中一般预算收入为119.55亿元，较上年同比增长2.16%，财政收支平衡率为45.01%，财政自给程度一般。2020年黄石市住宅用地成交面积和成交金额分别同比上升9.49%和下降13.16%，平均溢价率为1.17%，土地市场景气度一般。债务方面。2019年黄石市直接债务余额/综合财力为72.01%，2019年区域发债城投平台有息债务/综合财力约为219.42%，债务负担较重。

黄石市市级发债平台略多，公司在区域内重要性较高。黄石市共有五家市级发债平台公司（包括国家级高新区、国家级经开区平台）。总资产规模最大的黄石市城市发展投资集团有限公司为公司母公司。公司总资产规模排名第二，承担区域内市政工程代建、土地整理、城市公交运营、自来水供应及污水处理等职能。总资产规模排名第三的黄石市众邦城市住房投资有限公司承担区域内棚户区改造和保障房建设职能。总资产规模排名第四、第五的公司子公司黄石磁湖高新科技发展有限公司及湖北大冶湖高新技术产业投资有限公司分别为国家级黄石经开区、国家级大冶湖高新区的唯一发债平台。整体看区域内城投分工较明确，公司资产规模相对较大，公司业

务公益性较强。

资产结构变化不大，公益性资产占比尚可。截止 2020Q3，公司总资产为 731.04 亿元，较上年末增长 7.46%，其中流动资产、非流动资产分别为 377.83、353.20 亿元。流动资产方面，公司货币资金余额为 66.53 亿元，货币资金受限规模 13.57 亿元。公司其他应收款余额为 96.66 亿元，主要为公司与母公司以及区域内国企、政府单位之间的往来款。公司存货 178.05 亿元，主要为代建基建项目投入成本和土地使用权，其中土地使用权大部分已足额缴纳土地出让金。非流动资产方面，公司固定资产 73.63 亿元，主要为公司持有的房屋及建筑物。公司在建工程 222.48 亿元，主要为公司代建道路工程、安置房工程投入成本。截止 2019 年末公司受限资产为 73.05 亿元，受限资产占总资产比重为 10.74%，主要为应收账款和土地使用权受限。

公司债务负担偏重，短期流动性较好。2017-2019 和 2020Q3，公司资产负债率分别为 52.90%、50.99%、53.00%和 55.06%，全部债务资本化比率分别为 48.15%、45.97%、47.30%和 49.66%。截止 2020Q3，公司有息债务为 324.07 亿元，短期债务为 26.30 亿元，短期债务占比为 8.12%，公司货币资金/短期债务为 2.53 倍，短期流动性较好。截止 2021 年 1 月 25 日，公司及磁湖高新存量债券余额为 161.75 亿元，其中 1 年以内到期回售债券总额为 52.26 亿元，短期债券兑付压力尚可。

公司能够获得政府财政拨款、财政补贴方面的支持。2017-2019 年，公司分别获得黄石市政府财政拨款 5.98、3.09 和 4.60 亿元。2017-2019 年，公司分别获得财政补贴 2.27、1.21 和 1.68 亿元，政府补贴力度持续。

公司银行及债券直融渠道较好，非标渠道占比较高，非标融资成本较高。截止 2020Q1，公司有息债务由银行借款、债券直融和非银金融机构借款构成，占比分别为 30.22%、42.23%和 27.55%，非银金融机构以信托借款、融资租赁为主，部分非银金融机构借款融资成本高至 9%以上。截止 2019 年末，公司获得银行授信总额为 205.36 亿元，剩余未使用额度 71.45 亿元。公司及磁湖高新 2020 年全年发行债券融资 68.00 亿元，债券融资渠道较好。

资本支出压力略重，仍有筹资压力。截止 2020Q1，公司在建基建项目预计总投资金额 100.44 亿元，剩余投资金额 25.77 亿元，拟建基建项目预计总投资金额 122.53 亿元，在建自营项目预计总投资金额 52.96 亿元，剩余投资金额 28.80 亿元，未来资本支出压力略重。现金流方面，2017-2020Q3 公司自由活动现金流净额分别为-23.27、-34.06、-32.69 和-15.29 亿元，净流出主要因公司代建工程持续投入所致，考虑到公司在建及拟建项目投资规模仍较大，预计公司将继续依赖外部融资维持现金流平衡，

公司对外担保规模一般，代偿风险相对可控。截止 2019 年末公司对外担保余额 37.86 亿元，占公司净资产的 11.84%。主要为对区域内其他城投平台、投资平台和国企的担保，代偿风险相对可控。

主体资质总结：黄石市经济发展水平一般、区位优势尚可、产业发展潜力一般。黄石市财力一般，区域广义债务负担较重。黄石市市级平台略多，公司总资产规模在五家市级发债平台中排名第二，区域重要性较高，获得了政府财政拨款及补贴支持。公司资产结构变化不大，公益性资产占比尚可。公司债务负担偏重，短期流动性较好，未来资本支出压力略重，依赖外部筹资。整体看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：黄石市城市建设投资开发有限责任公司 20210126

主体跟踪报告：黄石市城市建设投资开发有限责任公司 20200607

主体跟踪报告：黄石市城市建设投资开发有限责任公司 20200430

主体覆盖报告：黄石市城市建设投资开发有限责任公司 20191023

21 金龙湖 MTN001

返回

债券基本信息	债券全称	徐州金龙湖控股集团有限公司 2021 年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		3 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	出售/转移重大资产					
	第一大股东	徐州经济技术开发区管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	中信建投证券股份有限公司,中国光大银行股份有限公司					
	外部评级	AA/AA,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		5.04%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3-兴业城投债收益率曲线(4.8922,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20 金龙湖	3.0 亿	2020-12-24	5.95%	2.80 年	5.76%	171.28BP
	20 金龙湖 PPN001	3.0 亿	2020-12-07	5.98%	2.76 年	5.74%	170.63BP
	20 金龙湖 MTN002	5.0 亿	2020-10-22	4.79%	2.64 年	5.39%	138.84BP

最新报告

徐州金龙湖控股集团有限公司（以下简称“公司”）是徐州经济技术开发区重要的土地一级开发、基础设施建设及园区运营主体，截至 2020 年 3 月末，控股股东及实控人均为徐州经开区管委会，持股比例 100%。2019 年公司营收构成：土地开发整理 40.25%、产品销售 29.53%、工程施工 19.70%、其他 8.56%。

核心风险点：

在建及拟建项目较多，未来投融资压力较大，且多为自营项目，资金平衡压力较大；

债务负担较重；

江苏省经济及财政实力很强，但债务负担较重。根据江苏省 2019 年统计公报，2019 年江苏省实现 GDP99631.52 亿元，可比增速为 6.1%，GDP 总量在全国 31 个省市中排名第二，仅次于广东省。人均 GDP 为 12.36 万元，仅次于北京和上海。2019 年三次产业结构为 4.3:44.4:51.3。根据江苏省 2019 年财政预算执行报告，2019 年江苏省综合财力为 20113.89 亿元，一般预算收入实现 8802.36 亿元，同比增长 2.0%（同口径增长 12.6%），其中税收收入占比 83.38%，收入质量较高。2019 年财政收支平衡率为 70.00%，财政自给程度尚可。2019 年政府性基金收入完成 9249.59 亿元，同比增长 12.49%。截至 2019 年末，江苏省地方政府直接债务余额为 14878.38 亿元，地方政府债务率为 73.97%。截至 2019 年末，江苏省发债融资平台有息债务/综合财力约为 268.90%，整体看政府债务负担偏重。

徐州市综合实力较强，但一般预算收入下滑，债务负担略重。徐州市的 GDP 和财政收入规模在省内排名居中，经济发展水平尚可，但经济对煤炭等高污染行业较为依赖，面临一定转型压力。2019 年实现 GDP7151.35 亿元，可比增速为 6.0%，人均 GDP 为 8.11 万元。2019 年徐州市综合财力约为 1605.25 亿元，实现一般预算收入 468.32 亿元，居省内 12 个地级市的第 6 位，受减税降费政策影响同比下降 11.00%（同口径增长 4.6%），其中税收收入 373.80 亿元，占比 79.81%，收入质量仍较高；2019 年财政收支平衡率为 53.08%，自给程度偏低。截至 2019 年末，徐州市政府债务余额 937.71 亿元，地方政府债务率约为 58.42%；2019 年末区域内发债城投平台有息债务/综合财力约为 188.14%，整体看债务负担偏重。

徐州经开区经济增速回升，综合实力较强，但隐性债务负担重。徐州经济技术开发区为国家级经开区，是徐州城市东部副中心，2019 年实现 GDP737.5 亿元，占徐州市 GDP 的 10.31%，可比增速回正，为 7.0%；人均 GDP 为 24.4 万元，经济发展水平高。徐州经开区支出产业包括工程机械、专用车辆、太阳能光伏、氢能燃料电池、半导体晶硅材料等。2019 年经开区综合财力约为 69.81 亿元，一般预算收入为 50.29 亿元，同比小幅下降 1.22%。

2019 年末经开区政府直接债务余额为 15.00 亿元，政府债务率为 21.49%。2019 年末区域内发债城投平台有息债务规模达 267.31 亿元，区域隐性债务负担重。

公司为徐州经开区的城投平台之一，获政府支持力度较大。公司是徐州经开区的发债城投平台之一，主要承担区域内土地一级开发、基础设施建设任务，资产规模低于经开区的另一家平台。公司获外部支持力度较大，2017 年获股权划转增加资本公积 9.20 亿元；2018、2019 年分别获得资本金注入 16.17、16.38 亿元。截至 2020H1，公司资本公积 60.68 亿元，占净资产的 72.05%。

城投类业务主要为土地开发和工程施工，项目回款进度较慢，未来资本开支压力较大。公司土地开发业务模式为：公司自筹资金进行土地整理开发，完工后移交给徐州经开区管委会，公司按开发成本加成 20%确认收入，经开区管委会分期支付款项。2017-2019 年公司分别确认收入 4.22、5.62、5.03 亿元。截至 2020H1，公司在整理土地项目 5 个，计划总投资 22 亿元，已投资 17.20 亿元，累计确认收入 14.87 亿元，已收到回款 8.58 亿元。工程施工方面，采取委托代建模式，公司与经开区管委会全资持股的徐州鑫兴管廊建设工程管理有限公司（下称“鑫兴管廊”）签订协议，承接经开区大庙街道办事处行政区域内的投资建设项目，项目完工后由鑫兴管廊按开发费用加成 20%结算。截至 2020H1，公司在建工程施工项目总投资 8.00 亿元，尚需投资 0.20 亿元；拟建项目计划投资 36.69 亿元，未来资本开支压力较大。

其他经营性业务规模均较小，房地产业务投融资压力较大，工业厂房的资金平衡存在一定不确定性。公司经营性业务包括产品销售、房地产开发以及物业管理、小贷、装卸等其他业务。产品销售方面，主要产品包括大宗机械设备、混凝土、钢材、砂浆等，2019 年收入大幅增加至 3.69 亿元，收入占比接近 30%，但业务利润率低，毛利率仅 5.30%。房地产开发方面，项目业态主要包括安置房、商品房、工业厂房，安置房采取定向销售模式。截至 2020H1，公司在建安置房项目计划总投资 63.10 亿元，已投资 17.19 亿元，可售面积 115.79 万平米；在建商品房项目计划投资 1.44 亿元，已投资 1.65 亿元，可售面积 3.34 万平米；在建工业厂房项目计划总投资 90.10 亿元，已投资 37.31 亿元，可售面积 160.41 万平米，未来投融资压力较大。且公司工业厂房投资规模较大，资金平衡依赖厂房租售，受未来园区招商引资情况影响较大，资金平衡存在一定不确定性。

其他自营在建项目资本开支压力较大，关注资金平衡情况。公司推进市场化转型，截至 2020Q1，其他在建项目计划总投 36.70 亿元，通过未来运营收入平衡资金，预期收入为 90.10 亿元；拟建项目计划投资 50.19 亿元，未来主要通过租售平衡资金。整体看自营项目资金平衡压力较大。

资产结构以项目成本和应收政府款项为主。截至 2020H1，公司总资产 247.58 亿元，其中其他应收款占比 18.98%，在建工程占比 18.89%，货币资金占比 14.67%，存货占比 13.84%，应收账款占比 8.71%，可供出售金融资产占比 8.32%。截至 2020H1，其他应收款 46.99 亿元，主要是与经开区管委会以及区域内国企的往来款。在建工程 46.77 亿元，主要是自营项目投资成本。存货 34.27 亿元，主要是土地整理、安置房、工程施工项目成本，变现主要依赖政府回款。应收账款 21.57 亿元，其中应收经开区管委会和鑫兴管廊的账款余额合计 17.15 亿元。可供出售金融资产 20.59 亿元，其中包括对开沃新能源 8.00 亿元、徐州中平协鑫产业升级股权投资基金（有限合伙）5.00 亿元（政府主导基金，用于收购新疆协鑫新能源材料科技有限公司股权）的股权投资。

经营获现波动较大，在建项目及股权投资导致自由现金流持续承压，外部融资需求较大。公司经营性现金流受政府回款安排、往来款波动影响波动较大，2017-2019 年及 2020H1，公司现金收入比分别为 43.55%、25.33%、132.04%和 32.76%，经营活动现金流净额分别为 0.29、-48.78、1.16 和 0.92 亿元。受在建项目及对外股权投资规模较大影响，投资性现金流保持大额净流出状态，净融资规模持续较大，同期投资活动现金流净额分别为 -1.94、-24.28、-59.17 和-29.87 亿元，筹资活动现金流净额分别为 20.49、71.95、57.27 和 43.72 亿元。考虑到公司在建及拟建项目剩余投资规模较大，预计未来仍存在较大的外部融资需求。

债务扩张迅速，债务负担较重，但短期流动性压力不大。公司债务扩张迅速，但受益于政府持续股权划转以及增资支持，净资产规模同样快速积累，杠杆水平相对稳定。截至 2020H1，公司资产负债率为 65.98%，总债务 150.24 亿元，全部债务资本化比率为 64.08%。截至 2020H1，公司短期债务为 30.69 亿元，货币资金/短期债务为 1.18，短期流动性压力不大。考虑到公司获政府支持力度较大，且融资环境尚可，整体偿债风险可控。截至 2020 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 245.40 亿元，未使用额度 80.77 亿元，授信余额尚可。

或有风险可控。截至 2020 年 6 月末，公司对外担保 8.42 亿元，担保比率为 9.99%，均为对区域内国企的担保，

或有风险可控。

主体资质总结： 综上，江苏省经济和财政实力很强，徐州市经济及财政规模在江苏省地级市排名中游，综合实力强，但一般预算收入下滑，债务负担略重。徐州经济技术开发区为国家级经开区，财政实力较强，但隐性债务负担重。公司为徐州经开区重要的土地开发、基础设施建设及园区运营主体，正在逐步推进市场化转型，目前公益性资产占比尚可，但未来投资以自营项目为主，资金平衡压力较大，公益性可能趋弱。受在建项目持续投入、对外股权投资规模较大影响，公司非筹资环节持续存在资金缺口，债务扩张较快。尽管政府持续划转股权并增资使得公司净资产同步扩张，但目前公司杠杆水平仍然偏高，不过公司在手现金充足，短期流动性压力不大，且公司融资环境较好，政府支持力度较大，整体偿债风险可控。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体覆盖报告：徐州金龙湖控股集团有限公司 20200915

21高淳建设MTN001

返回

债券基本信息	债券全称	南京市高淳区建设发展集团有限公司2021年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		5.0亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		3年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	南京市高淳区人民政府国有资产监督管理办公室(持股比例100%)					
	主承销商	中国民生银行股份有限公司,国泰君安证券股份有限公司					
	外部评级	AA/AA,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		5.09%	
	兴业参考曲线	3年期评分3-兴业城投债收益率曲线(4.8922,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21高淳建设PPN001	5.0亿	2021-02-07	5.30%	2.93年	5.31%	123.05BP
	19淳建01	6.3亿	2019-04-17	6.08%	3.11年	5.29%	100.71BP
	19高淳建设MTN001	5.0亿	2019-04-24	5.50%	3.14年	4.96%	75.78BP

最新报告

事件:

10月30日，南京市高淳区建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）发布了2020年三季度财务报表。2020年前三季度，公司实现营业收入9.93亿元，同比增长24.80%；实现净利润0.70亿元，同比减少0.32亿元。截至2020年9月末，公司总资产306.25亿元，资产负债率为64.47%。

核心风险点:

南京市与高淳区债务负担重;

待投资项目规模较大，存在资本支出压力;

资产以工程施工成本为主，流动性较弱。

点评:

南京市经济体量大，发展水平高。南京市为江苏省省会，经济发展水平很高，2019年，南京市实现GDP14030.2亿元，同比增长7.8%，长期保持高增速；实现人均GDP16.57万元，远高于全国均值。2019年三次产业的比例为2.1:35.9:62.0。地区支柱产业主要为电子、石化、汽车、钢铁。

南京市财政收入质量及自给程度均较高，政府债务负担重。南京市2019年综合财力为3363.3亿元，一般公共预算收入完成1580亿元，同比增长7.48%，其中税收收入1373.8亿元，占一般公共预算的86.95%，公共预算收入规模大且收入质量较好；政府性基金收入完成1704.7亿元。政府财政收支平衡率超90%，财政自给程度高。截至2019年末，南京市直接债务余额为2585.50亿元，发债融资平台有息债务10432.46亿元，据此计算，综合债务率（(显性债务+城投债务）/综合财力）为364.67%，整体债务负担重。

高淳区经济发展水平高。高淳区位于南京市东南角，经第4次全国经济普查修订后，2019年实现GDP总量调整为476.77亿元，按可比价计算增长5.0%；人均GDP10.36亿元，经济发展水平较高。产业结构来看，2019年三次产业占比分别为9.2:44.2:46.6。地区支柱产业主要为精品陶瓷、机械制造、新型材料、出口服装、生物制药、保健食品。

高淳区政府自给程度较弱，债务负担重。高淳区2019年综合财力为130.24亿元，一般公共预算收入完成34.50

亿元，其中税收收入占比 87.19%，收入质量较好，政府性基金收入 66.32 亿元。政府财政收支平衡率为 44.56%，财政自给程度较弱。截至 2019 年末，高淳区地方政府直接债务 105.20 亿元，发债融资平台有息债务 400.79 亿元，据此计算，综合债务率（(显性债务+城投债务）/综合财力）为 363.91%，整体债务负担重。

高淳区共有 4 家城投发债主体，公司为核心城投。高淳区共有 4 家城投发债主体，具体情况详见下表。除公司外，南京高淳国有资产经营控股集团有限公司（以下简称“高淳国资”）主要负责高淳经开区的基础设施建设、土地整理、安置房建设，并承担粮食收储等其他职能。江苏高淳经济开发区开发集团有限公司（以下简称“高淳经开”）是高淳国资的控股子公司，主要负责高淳经开区的基础设施建设、土地整理、安置房建设。南京高淳文化旅游投资有限公司（以下简称“高淳文旅”）主要负责高淳区的旅游基础设施建设和旅游资源开发运营。公司主要负责高淳区全区的基础设施建设。公司的资产规模在 4 家中排第 2 位，业务范围最广，是高淳区核心城投。

业务结构稳定，公益性较强，代建项目和安置房项目待投资规模较大。公司是高淳区重要的基础设施建设投融资和运营主体，控股股东与实控人均为高淳区国资办。2020 年前三季度，公司实现营业收入 9.93 亿元，同比增长 24.80%；从当期收入主要构成来看，委托建设占 27.55%（毛利率 10.43%），工程施工占 57.88%（毛利率 7.33%）。业务结构稳定，公益性较强。委托建设方面，高淳区政府根据高淳区整体开发建设规划，授权相关政府部门作为委托方与公司签订委托建设协议。截至 2020 年 9 月末，公司主要已完工代建项目累计总投资 16.53 亿元，计划回款金额 19.00 亿元，累计回款 15.57 元，回款情况较为良好。同期末，公司在建代建项目预计总投资额 11.02 亿元，尚需投资 2.04 亿元；拟建项目合计总投 5.45 亿元。同时，公司将负责长三角高等职业教育创新园的基础设施建设，截至 2020 年 9 月末，预计总投资 65.10 亿元，尚需投资 52.46 亿元。工程施工方面，主要通过招投标方式承接道路、桥梁等项目，区域集中在南京市及附近区县，近几年在苏北徐州、宿迁、扬中等地也开拓了部分市场，外地项目约占全年项目的 10%-20%。2020 年前三季度，公司新签合同 17 份，中标合同金额 14.57 亿元；截至 2020 年 9 月末，工程施工业务超过 1000 万元以上的主要施工在手合同金额 11.39 亿元，订单较为充裕。2020 年前三季度，工程施工确认收入 5.75 亿元，回款金额 3.80 亿元，回款情况较 2019 年有所减弱。安置房方面，2020 年前三季度，公司实现安置房销售收入 0.08 亿元、房屋拆迁 0.32 亿元，收入规模较小；截至 2020 年 9 月末，在建安置房项目合计总投资 72.58 亿元，尚需投资 25.52 亿元。整体来看，公司业务公益性较强，代建项目和安置房项目待投资规模较大，后续存在资本支出压力。

主业盈利能力较弱，利润依赖政府补助；自由现金流缺口收窄，保持较大的融资力度。2020 年前三季度，公司主业利润-0.14 亿元，主业盈利能力较弱；同期获得其他收益 1.05 亿元，政府补助是利润的主要来源。前三季度，公司经营性净现金流-2.38 亿元，投资性净现金流 3.33 亿元，自由现金流缺口较上年同期有所收窄，仍对外部融资较为依赖；筹资性净现金流 16.05 亿元，保持较大的融资力度。

资产公益性较强，以工程施工成本为主，政府机构与国有企业对公司资金形成占用，整体流动性依旧较弱。截止 2020 年 9 月末，公司总资产 306.25 亿元，较年初增长 8.63%；主要构成中，存货占 54.35%，其他应收款占 19.29%，货币资金占 16.47%，资产结构较年初无明显变化，保持较强的公益性。其中公司存货主要为工程施工成本。其他应收款主要为应收的代垫工程款和往来款，应收对象为政府部门与国有企业，回款风险相对较小，但回收时间不确定，对公司资金形成占用。截至 2020 年 9 月末，公司受限资产 10.44 亿元，占总资产的 3.41%。整体来看，公司流动性依旧较弱。

债务规模增加，期限结构良好，短期偿债能力有所提升。截至 2020 年 9 月末，公司总债务 167.94 亿元，较年初增加 21.19 亿元；资产负债率 64.47%，较年初上升 1.90 个百分点；全部债务资本化率 60.68%，较年初上升 2.51 个百分点，债务负担较重。期限结构来看，公司短期债务占比由年初的 22.16%下降至 20.39%，期限结构良好。融资渠道来看，银行借款约占 65%，债券直融约占 25%，非标融资约占 10%。截至 2020 年 9 月末，公司货币资金与短期债务的比值由年初的 1.23 上升至 1.47，短期偿债能力有所提升。截至 2020 年底，公司存续债券余额 45.30 亿元，2021 年到期/回售债券余额 18 亿元。

备用流动性充裕，担保规模较大，存在一定的或有负债风险。截至 2020 年 9 月末，公司获银行授信额度 270.35 亿元，尚未使用额度 112.20 元，备用流动性充裕。同期末，公司对外担保余额 41.18 亿元，占当期净资产的 36.68%，规模较大，担保对象主要为高淳区国资委实际控制的企业，整体来看存在一定的或有负债风险。

主体资质总结：南京市经济体量大，发展水平高，财政收入质量及自给程度均较高，债务负担重。高淳区经济

发展水平高，财政自给程度较弱，债务负担重。公司是高淳区核心城投，负责高淳区全域的基础设施建设和安置房建设等，业务结构稳定，公益性较强，代建项目和安置房项目待投资规模较大。公司主业盈利能力较弱，利润依赖政府补助；自由现金流长期存在缺口，对外部融资较为依赖。公司资产公益性较强，以工程施工成本为主，政府机构与国有企业对公司资金形成占用，整体流动性较弱；债务负担较重，期限结构良好，有一定的短期偿债能力；备用流动性充裕，存在一定的或有负债风险。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能力大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：南京市高淳区建设发展集团有限公司 20210112

主体跟踪报告：南京市高淳区建设发展集团有限公司 20200619

主体覆盖报告：南京市高淳区建设发展集团有限公司 20200212

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21 南部新城 MTN001

返回

债券基本信息	债券全称	重庆市南部新城产业投资集团有限公司2021年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		12.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		5 年(3+2)	
	增信方式	-					
	特殊条款	交叉保护条款,调整票面利率条款,回售条款					
	第一大股东	重庆市巴南区国有资产管理中心(持股比例 100%)					
	主承销商	中国国际金融股份有限公司,兴业银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/AA+,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		5.04%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3-兴业城投债收益率曲线(4.8922,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	19 南新 01	8.6 亿	2019-12-24	5.80%	3.80 年	5.79%	149.79BP
	20 南新 01	10.0 亿	2020-02-19	5.50%	3.96 年	5.85%	150.76BP
	20 南新 02	11.4 亿	2020-03-20	5.00%	4.05 年	5.88%	151.34BP

最新报告

事件 1:

重庆市南部新城产业投资集团有限公司（以下简称“公司”或“南部新城”）披露 2020 年三季报。2020 年 1-9 月，公司经营活动现金流净额为-12.28 亿元，投资活动现金流净额分别为-24.90 亿元。截至 2020Q3，公司总资产为 912.57 亿元，资产负债率为 67.40%。

核心风险点:

巴南区债务负担重;

公司杠杆水平较高，债务负担较重，未来资本开支压力仍然较大;

点评:

所属区域为重庆市巴南区，经济发展水平尚可。巴南区为重庆主城区、重庆大都市区，2019 年地区生产总值达到 874.8 亿元，按可比价计算，增长 6.0%，人均地区生产总值为 8.03 万元，高于全国平均水平。2019 年三次产业比例为 5.1:39.7:55.2，地区支柱产业主要为摩托车制造业、汽车制造业、电子设备制造业、电气机械及器材制造业、仪器仪表制造业。

巴南区财政实力一般，自给率偏低，债务负担重。重庆市巴南区 2019 年综合财力为 133.08 亿元，实现一般预算收入 51.60 亿元，其中税收收入为 46.80 亿元，占一般预算收入比重为 90.7%。财政自给率为 55.6%，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度偏低。巴南区本级政府性基金收入规模小，政府性基金收入上级补助为 53.78 亿元，土地出让收入主要反映在转移性收入中，主要原因为地方财政体制结算规定，巴南区土地出让金须先统一上缴到重庆市，再由重庆市财政以转移支付方式结算给巴南区财政。截至 2019 年底巴南区政府债务余额 130.4 亿元，政府债务率为 97.99%。期末区域内发债融资平台有息债务合计 514.61 亿元，与综合财力之比约为 386.69%，整体来看政府债务负担很重。

公司资产规模在巴南区下属 6 家发债融资平台中位列第 1。除公司外，巴南区另有 5 家发债融资平台，分别为重庆市渝兴建设投资有限公司、重庆巴南经济园区建设实业有限公司、重庆公路物流基地建设有限公司、重庆国际生物城开发投资有限公司（曾用名重庆麻柳沿江开发投资有限公司）及重庆巴源建设投资有限公司，除重庆巴源建设投资有限公司外，其余 4 家公司均为公司下属子公司。公司主要从事巴南区内土地开发、市政基建业务，资产规模在巴南区下属发债融资平台中位列第一，城投地位较高。2017-2019 年公司分别获得政府补助 5.68、5.23 和 5.20 亿元。

土地整治收入和回款波动较大，后续资本开支压力较大。公司土地整治业务经营主体为渝兴公司、物流基地公

司、经济园区公司和麻柳公司，分别与巴南区政府、所负责区域管委会签订土地整治协议。渝兴公司和麻柳公司土地整理完成后按投资成本加计 5~25%确认土地综合开发收益，经济园区公司整理的工业用地按投资成本加计 30%~40%确认开发收益，商业用地由政府将土地出让净收益的 28.5%支付至公司，物流基地公司按成本加成 10%再加上每亩 5.00 万元额外平整费确认为土地整治收入。受政府规划和土地市场行情波动影响，公司土地整治收入和回款波动较大，2019 年确认收入 19.62 亿元，同比下降 15.54%，回款 11.15 亿元，同比下降 70.62%。截至 2020 年 3 月底，公司主要正在整理的土地总面积 6.13 万亩，总投资额 240.47 亿元，尚需投资 88.13 亿元，资本开支压力较大。

工程代建回款有所改善。公司代建业务仍包括委托代建及代建管理费两种模式，委托代建模式下按投资成本加成 8~10%的投资收益确认为代建收入或按项目完工后一次性回购确认收入。2017-2019 年，公司委托代建模式相关投入分别为 7.83、4.43、8.09 亿元，同期回款资金为 0.99、2.17、7.70 亿元，回款有所改善。代建管理费模式下按当年新增投资成本的 6.5%~10%确认代建管理费收入，近年收入规模约 0.01-0.03 亿元，相关款项已全部收回。

工程建设为经营性业务，回款质量较好，盈利能力较弱。工程建设为市场化运营业务，每年新签合同金额波动增长，2019 年业务收入同比增长 60.18%至 19.67 亿元，现金回笼规模同比增长 42.16%至 20.84 亿元，回款质量好。2019 年业务毛利率为 5.51%，受高毛利房建业务占比下降影响同比下降 1.83pct。截至 2020 年 3 月底，公司在手合同金额 17.93 亿元，规模一般；在建项目计划总投资额 42.26 亿元，尚需投资 17.01 亿元，仍面临一定资本开支压力。

资产以项目成本、应收政府部门款项为主，公益性较强。截至 2020Q3，公司资产总计 912.57 亿元，较 2019 年末增长 11.49%，主要系货币资金、存货增长所致。核心资产构成为：存货（336.57 亿元）、其他非流动资产（197.55 亿元）、其他应收款（156.11 亿元）、应收账款（71.34 亿元）、货币资金（63.00 亿元）。存货主要为开发成本及完工未结算资产，其他非流动资产主要是代建成本，其他应收款主要是巴南区财政局及其他区域内政府单位的往来款，此外公司对民企惠科股份有限公司的拆借资金 20 亿元（2019 年末数据，系按区政府决策对重点招商项目的战略性借款），存在一定回款风险。应收账款主要是公司开展土地整治业务、代建业务产生的应收巴南区政府及相关单位款项，占用资金规模较大。

项目投资规模扩大导致现金流弱化，净融资规模扩张。2020 年 1-9 月，渝兴公司龙洲湾 B 区进行结算，支付大额前期工程款导致经营性现金流弱化，当期经营活动现金流净额为-12.28 亿元，同比下降 1.69 亿元。同时公司支付有投资性质的资金拆借款以及城市基础设施建设款项增加导致投资性现金流净流出规模明显扩大，同期投资活动现金流净额为-24.90 亿元，净流出规模同比扩大 13.60 亿元。同期筹资活动现金流净额为 66.45 亿元，同比大幅增加 44.42 亿元。

债务扩张加速，债务期限结构较长，短期偿债压力不大。受项目投资规模扩大影响，2020 年以来公司债务扩张加速，杠杆水平上行。截至 2020Q3，公司资产负债率、全部债务资本化率分别为 67.40%、60.72%，分别较 2019 年末上升 3.76pct、5.05pct，杠杆水平较高。公司债务负担较重，但债务期限结构较长，截至 2020Q3，总债务 459.89 亿元，其中短期债务 33.99 亿元，非受限货币资金/短期债务为 1.83 倍，短期偿债压力不大。公司外部融资环境较好，可为债务周转提供良好支持，截至 2020 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 331.42 亿元，未使用额度 282.10 亿元，授信余额充足。

存在一定或有风险。截至 2020 年 9 月底，公司对外担保余额 28.79 亿元，担保比率为 9.68%，其中对民营企业担保余额 5.99 亿元，以园区内企业和建筑施工单位为主，存在一定或有风险。

主体资质总结：巴南区为重庆主城区、重庆大都市区，经济发展水平尚可，财政实力一般，政府债务负担较重。公司资产规模在巴南区下属 6 家发债融资平台中位列第 1，主要从事巴南区土地整治、工程代建业务，资产以项目成本、应收政府部门款项为主，公益性较强。2020 年以来公司项目投资规模扩大，现金流弱化，债务扩张加速。目前债务负担较重，但债务期限结构较长，短期偿债压力不大。此外，公司对民企存在一定规模的资金拆借和对外担保，存在一定资金回收风险和或有风险。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：重庆市南部新城产业投资集团有限公司 20201215

主体跟踪报告：重庆市南部新城产业投资集团有限公司 20200526

主体跟踪报告：重庆市南部新城产业投资集团有限公司 20200423

主体覆盖报告：重庆市南部新城产业投资集团有限公司 20200218

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21 南山开发 MTN001A

返回

债券基本信息	债券全称	中国南山开发(集团)股份有限公司 2021 年度第一期中期票据(品种一)					
	债券类型	中票		发行规模		3.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		3 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	招商局(南山)控股有限公司(持股比例 37%)					
	主承销商	中国建设银行股份有限公司,招商银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		4.07%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3-兴业产业债收益率曲线(4.2179,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	19 南山开发 MTN001	13.0 亿	2019-04-01	4.10%	3.07 年	3.93%	20.80BP
	18 南集 01	5.0 亿	2018-12-11	4.03%	2.77 年	3.77%	9.88BP
	19 南集 01	5.0 亿	2019-08-22	3.60%	3.47 年	3.44%	23.25BP

最新报告

事件:

中国南山开发(集团)股份有限公司（以下简称“公司”）发布 2020 年半年报。2020 年 1-6 月，公司实现营业收入 35.8 亿元，实现净利润-1.7 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司总资产 626.3 亿元，剔除预收款项后的资产负债率为 70.3%，净负债率为 124.7%，现金短债比为 0.9 倍。

核心风险点:

公司地产业务开发节奏加快，物流园区投资持续增加，未来仍存在一定资本支出压力;

低毛利的物流运输业务收入贡献提升导致公司主业盈利水平下滑，未来公司重点发展物流业务，主业盈利水平继续承压。

点评:

房地产项目区位布局较好但集中度较高，受推盘节奏及政策调控影响业绩有所波动；公司目前土储规模尚可，且公司在赤湾区拥有丰富的土地资源，但城市更新项目投资周期较长，未来仍存在一定资本支出压力。公司房地产业务主要由南山控股（002314.SZ）运营，项目主要集中于苏州、长沙、深圳、合肥等一二线城市，区位布局较好，但受开发较慢推盘节奏及政策调控影响销售业绩有所波动，2017-2019 年签约销售金额分别为 54.3 亿元、62.1 亿元、82.7 亿元，签约面积分别为 40.3 万方、42.5 万方、53.9 万方。截至 2020 年 6 月末，公司在建项目共 12 个，规划建筑面积 226.8 万方，苏州、长沙、深圳、合肥分别占比 50.5%、24.5%、12.7%、7.3%，整体区位布局较好但集中度较高。2017-2019 年，公司拿地支出分别为 28.7 亿元、68.2 亿元、78.4 亿元，占同期销售金额的比重分别为 52.9%、109.7%、94.8%，2018 年以来拿地规模明显扩张，且新增土地均价高达 1.3 万元/平方米，挤压未来盈利空间。同时公司加快开工节奏，2019 年新开工面积 51.2 万方，竣工面积 57.7 万方，推升资本支出压力。此外，公司所在的深圳赤湾片区已纳入广东蛇口前海自贸区，公司拥有的未来五年可供开发及城市更新改造的建筑面积超 200 万方，主要包括产业、商业和居住功能，土储资源较好且较为丰富，但城市更新投资周期较长，可能进一步推升资本支出压力

物流园区区位较好，仓库使用率较高，收入持续增长；物流运输业务为收入重要补充，但盈利能力较弱。公司物流业务的经营主体主要为宝湾物流控股有限公司（以下简称“宝湾物流”）和深圳市赤湾东方物流有限公司（以下简称“东方物流”）等。公司物流业务包括海洋石油后勤业务、物流园区运营、物流运输业务。公司拥有赤湾石油基地，区位较好，用于从事海洋石油后勤业务，但近年来受中海油自营惠州基地竞争影响，业务收入下滑，

逐步转型物流园区运营。物流园区业务以宝湾物流为经营主体，提供堆存仓储业务，其物流园区主要位于上海、深圳、广州，近年来进一步扩张至天津、昆山、龙泉、新都、廊坊等地，多数仓库使用率在90%以上，截至2020年6月末，仓库面积296.2万方，出租率95.3%；2019年实现仓储堆存收入6.9亿元，净利润2.1亿元。2019年宝湾物流签约土地面积1945亩，落实土地指标面积983亩，业务持续性较好。东方物流为公司物流运输业务的经营主体，为深圳市最大的集装箱运输企业之一，2019年，公司物流运输业务实现收入37.6亿元，同比增长27.9%，但受行业竞争激烈影响毛利率仅为1.5%。

资产质量尚可，但推盘较慢及区域调控导致存货去化放缓。截至2019年6月末，公司总资产626.3亿元，以房地产项目成本和物流园区、物流运输相关资产为主。其中，存货余额215.9亿元，主要为房地产项目成本，整体项目区位较好，但受推盘较慢和区域调控影响去化放缓，2017-2019年及2020年6月末，存货/预收款项分别为2.3、2.7、2.6、3倍；截至2019年6月末，公司其他流动资产30.7亿元，主要为理财产品；固定资产43.1亿元，主要包括房屋建筑物及库房设施、机械设备以及汽车及运输设备，此外在建工程31.7亿元，随着物流园区扩张，固定资产规模快速增长；无形资产45.6亿元，以土地使用权为主；投资性房地产52.6亿元，采用成本法计量，其中宝控物流园、合肥宝湾物流园区账面价值分别为30.2、5.1亿元，其余主要为自持出租物业。

公司核心业务盈利水平较好且有所提升，但低毛利业务收入贡献提升导致主业盈利水平有所下滑。公司各板块规模持续扩张，近年来收入及利润规模持续增长，2017-2019年及2020年1-6月，公司营业收入分别为118.09亿元、137.84亿元、132.92亿元、35.76亿元，净利润分别为13.44亿元、28.54亿元、8.3亿元、-1.73亿元。尽管公司堆存仓储业务毛利率保持在较高水平，但由于公司业务板块较多且发展较快，房地产业务较高地价项目逐步结转使得板块毛利率逐年下降，低毛利的物流运输业务收入贡献提升，2019年公司综合毛利率为24.6%，较2018年下滑2.9个百分点，考虑到公司未来将以物流业务为核心主业，综合毛利率可能进一步下滑。非主业利润主要来自长期股权投资形成的投资净收益，2017-2019年及2020年1-6月，公司投资收益分别为1.9亿元、36.1亿元、5.1亿元、1.5亿元，2018年投资收益较高主要系转让深赤湾股权所致，不可持续。

业务扩张对筹资活动较为依赖，未来仍存在一定资本支出压力。2017-2019年及2020年1-6月，公司经营活动现金净流量-10.01亿元、-2.13亿元、-16.1亿元、-34.96亿元，2017年以来受拿地及开工扩张影响经营活动现金净流量持续为负；投资活动现金净流量-39.75亿元、-5.72亿元、-11.01亿元、-27.54亿元，主要反映理财产品及物流园区投资支出，整体呈持续净流出状态，2018年净流出规模收缩主要系转让深赤湾股权回笼大量现金所致，实际投资支出持续较大；公司筹资活动现金净流量33.44亿元、28.52亿元、52.45亿元、66.1亿元，对外部融资有所依赖。公司地产及物流园项目尚需投资规模较大，未来仍存在一定资本支出压力。

业务扩张推动债务规模持续攀升。受物流园区运营及地产板块业务扩张影响，公司债务规模持续攀升，截至2020年6月末，公司总债务295亿元，剔除预收款项后的资产负债率为70.3%，净负债率为124.7%，现金短债比为0.9倍，业务扩张推动公司债务规模持续攀升。

公司融资环境较好。公司银企关系较佳，截至2020年6月末，公司共获得银行授信571.1亿元，未使用授信额度386.3亿元，授信余额较为充裕，受限资产71.1亿元，占总资产的11.3%，受限比例不高。公司债券融资渠道通畅，2020年6月发行一期3+2年期中票和一期超短融，票面利率分别为3.35%、1.99%。此外，公司直接及间接持有南山控股（002314.SZ）68.8%的股权，所持股权未质押，权益融资渠道通畅。

主体资质总结：公司股东背景较强，前三大股东分别为招商局（南山）控股有限公司、深圳市投资控股有限公司和广东省广业投资控股有限公司，无实际控制人，三大股东的实际控制人分别为国务院、深圳市国资委和广东省国资委。公司业务较为多元，收入及利润主要来自房地产业务和物流园区、物流运输业务。房地产项目主要布局二线城市，区位较好但集中度较高，受推盘较慢及政策调控影响业绩有所波动，目前土储规模尚可，此外公司在赤湾区拥有丰富的土地资源，未来有望贡献较大规模货值，但城市更新项目投资周期较长。公司物流园区业务持续扩张，区位较好，仓库使用率较高，收入和盈利水平持续增长；物流运输业务为收入重要补充，但盈利能力较弱。财务方面，公司资产质量尚可，核心业务盈利水平较好且有所提升，但低毛利业务收入贡献提升导致主业盈利水平有所下滑，未来公司重点发展物流业务，可能导致盈利水平进一步下降。受业务扩张影响公司债务规模持续攀升，但目前融资环境较好。整体来看，违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性较小。
最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：中国南山开发(集团)股份有限公司 20201022

主体跟踪报告：中国南山开发(集团)股份有限公司 20200308

主体覆盖报告：中国南山开发(集团)股份有限公司 20190731

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21 南山开发 MTN001B

返回

债券基本信息	债券全称	中国南山开发(集团)股份有限公司 2021 年度第一期中期票据(品种二)					
	债券类型	中票		发行规模		2.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		5 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	招商局(南山)控股有限公司(持股比例 37%)					
	主承销商	中国建设银行股份有限公司,招商银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		4.28%	
	兴业参考曲线	5 年期评分 3-兴业产业债收益率曲线(4.4250,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20 南山开发 MTN002	3.0 亿	2020-06-17	3.35%	4.28 年	4.11%	26.97BP
	20 南山开发 MTN001	11.0 亿	2020-03-09	3.48%	4.01 年	4.08%	30.99BP
	19 南集 01	5.0 亿	2019-08-22	3.60%	3.47 年	3.44%	23.25BP

最新报告

事件:

中国南山开发(集团)股份有限公司（以下简称“公司”）发布 2020 年半年报。2020 年 1-6 月，公司实现营业收入 35.8 亿元，实现净利润-1.7 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司总资产 626.3 亿元，剔除预收款项后的资产负债率为 70.3%，净负债率为 124.7%，现金短债比为 0.9 倍。

核心风险点:

公司地产业务开发节奏加快，物流园区投资持续增加，未来仍存在一定资本支出压力;

低毛利的物流运输业务收入贡献提升导致公司主业盈利水平下滑，未来公司重点发展物流业务，主业盈利水平继续承压。

点评:

房地产项目区位布局较好但集中度较高，受推盘节奏及政策调控影响业绩有所波动；公司目前土储规模尚可，且公司在赤湾区拥有丰富的土地资源，但城市更新项目投资周期较长，未来仍存在一定资本支出压力。公司房地产业务主要由南山控股（002314.SZ）运营，项目主要集中于苏州、长沙、深圳、合肥等一二线城市，区位布局较好，但受开发较慢推盘节奏及政策调控影响销售业绩有所波动，2017-2019 年签约销售金额分别为 54.3 亿元、62.1 亿元、82.7 亿元，签约面积分别为 40.3 万方、42.5 万方、53.9 万方。截至 2020 年 6 月末，公司在建项目共 12 个，规划建筑面积 226.8 万方，苏州、长沙、深圳、合肥分别占比 50.5%、24.5%、12.7%、7.3%，整体区位布局较好但集中度较高。2017-2019 年，公司拿地支出分别为 28.7 亿元、68.2 亿元、78.4 亿元，占同期销售金额的比重分别为 52.9%、109.7%、94.8%，2018 年以来拿地规模明显扩张，且新增土地均价高达 1.3 万元/平方米，挤压未来盈利空间。同时公司加快开工节奏，2019 年新开工面积 51.2 万方，竣工面积 57.7 万方，推升资本支出压力。此外，公司所在的深圳赤湾片区已纳入广东蛇口前海自贸区，公司拥有的未来五年可供开发及城市更新改造的建筑面积超 200 万方，主要包括产业、商业和居住功能，土储资源较好且较为丰富，但城市更新投资周期较长，可能进一步推升资本支出压力

物流园区区位较好，仓库使用率较高，收入持续增长；物流运输业务为收入重要补充，但盈利能力较弱。公司物流业务的经营主体主要为宝湾物流控股有限公司（以下简称“宝湾物流”）和深圳市赤湾东方物流有限公司（以下简称“东方物流”）等。公司物流业务包括海洋石油后勤业务、物流园区运营、物流运输业务。公司拥有赤湾

石油基地，区位较好，用于从事海洋石油后勤业务，但近年来受中海油自营惠州基地竞争影响，业务收入下滑，逐步转型物流园区运营。物流园区业务以宝湾物流为经营主体，提供堆存仓储业务，其物流园区主要位于上海、深圳、广州，近年来进一步扩张至天津、昆山、龙泉、新都、廊坊等地，多数仓库使用率在90%以上，截至2020年6月末，仓库面积296.2万方，出租率95.3%；2019年实现仓储堆存收入6.9亿元，净利润2.1亿元。2019年宝湾物流签约土地面积1945亩，落实土地指标面积983亩，业务持续性较好。东方物流为公司物流运输业务的经营主体，为深圳市最大的集装箱运输企业之一，2019年，公司物流运输业务实现收入37.6亿元，同比增长27.9%，但受行业竞争激烈影响毛利率仅为1.5%。

资产质量尚可，但推盘较慢及区域调控导致存货去化放缓。截至2019年6月末，公司总资产626.3亿元，以房地产项目成本和物流园区、物流运输相关资产为主。其中，存货余额215.9亿元，主要为房地产项目成本，整体项目区位较好，但受推盘较慢和区域调控影响去化放缓，2017-2019年及2020年6月末，存货/预收款项分别为2.3、2.7、2.6、3倍；截至2019年6月末，公司其他流动资产30.7亿元，主要为理财产品；固定资产43.1亿元，主要包括房屋建筑物及库房设施、机械设备以及汽车及运输设备，此外在建工程31.7亿元，随着物流园区扩张，固定资产规模快速增长；无形资产45.6亿元，以土地使用权为主；投资性房地产52.6亿元，采用成本法计量，其中宝控物流园、合肥宝湾物流园区账面价值分别为30.2、5.1亿元，其余主要为自持出租物业。

公司核心业务盈利水平较好且有所提升，但低毛利业务收入贡献提升导致主业盈利水平有所下滑。公司各板块规模持续扩张，近年来收入及利润规模持续增长，2017-2019年及2020年1-6月，公司营业收入分别为118.09亿元、137.84亿元、132.92亿元、35.76亿元，净利润分别为13.44亿元、28.54亿元、8.3亿元、-1.73亿元。尽管公司堆存仓储业务毛利率保持在较高水平，但由于公司业务板块较多且发展较快，房地产业务较高地价项目逐步结转使得板块毛利率逐年下降，低毛利的物流运输业务收入贡献提升，2019年公司综合毛利率为24.6%，较2018年下滑2.9个百分点，考虑到公司未来将以物流业务为核心主业，综合毛利率可能进一步下滑。非主业利润主要来自长期股权投资形成的投资净收益，2017-2019年及2020年1-6月，公司投资收益分别为1.9亿元、36.1亿元、5.1亿元、1.5亿元，2018年投资收益较高主要系转让深赤湾股权所致，不可持续。

业务扩张对筹资活动较为依赖，未来仍存在一定资本支出压力。2017-2019年及2020年1-6月，公司经营活动现金净流量-10.01亿元、-2.13亿元、-16.1亿元、-34.96亿元，2017年以来受拿地及开工扩张影响经营活动现金净流量持续为负；投资活动现金净流量-39.75亿元、-5.72亿元、-11.01亿元、-27.54亿元，主要反映理财产品及物流园区投资支出，整体呈持续净流出状态，2018年净流出规模收缩主要系转让深赤湾股权回笼大量现金所致，实际投资支出持续较大；公司筹资活动现金净流量33.44亿元、28.52亿元、52.45亿元、66.1亿元，对外部融资有所依赖。公司地产及物流园项目尚需投资规模较大，未来仍存在一定资本支出压力。

业务扩张推动债务规模持续攀升。受物流园区运营及地产板块业务扩张影响，公司债务规模持续攀升，截至2020年6月末，公司总债务295亿元，剔除预收款项后的资产负债率为70.3%，净负债率为124.7%，现金短债比为0.9倍，业务扩张推动公司债务规模持续攀升。

公司融资环境较好。公司银企关系较佳，截至2020年6月末，公司共获得银行授信571.1亿元，未使用授信额度386.3亿元，授信余额较为充裕，受限资产71.1亿元，占总资产的11.3%，受限比例不高。公司债券融资渠道通畅，2020年6月发行一期3+2年期中票和一期超短融，票面利率分别为3.35%、1.99%。此外，公司直接及间接持有南山控股（002314.SZ）68.8%的股权，所持股权未质押，权益融资渠道通畅。

主体资质总结：公司股东背景较强，前三大股东分别为招商局（南山）控股有限公司、深圳市投资控股有限公司和广东省广业投资控股有限公司，无实际控制人，三大股东的实际控制人分别为国务院、深圳市国资委和广东省国资委。公司业务较为多元，收入及利润主要来自房地产业务和物流园区、物流运输业务。房地产项目主要布局二线城市，区位较好但集中度较高，受推盘较慢及政策调控影响业绩有所波动，目前土储规模尚可，此外公司在赤湾区拥有丰富的土地资源，未来有望贡献较大规模货值，但城市更新项目投资周期较长。公司物流园区业务持续扩张，区位较好，仓库使用率较高，收入和盈利水平持续增长；物流运输业务为收入重要补充，但盈利能力较弱。财务方面，公司资产质量尚可，核心业务盈利水平较好且有所提升，但低毛利业务收入贡献提升导致主业盈利水平有所下滑，未来公司重点发展物流业务，可能导致盈利水平进一步下降。受业务扩张影响公司债务规模持续攀升，但目前融资环境较好。整体来看，违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台:

主体跟踪报告: 中国南山开发(集团)股份有限公司 20201022

主体跟踪报告: 中国南山开发(集团)股份有限公司 20200308

主体覆盖报告: 中国南山开发(集团)股份有限公司 20190731

本报告仅供"广发银行—SOA"使用

21 象屿 SCP004

返回

<table>
<tr><td rowspan="8">债券基本信息</td><td>债券全称</td><td colspan="6">厦门象屿集团有限公司 2021 年度第四期超短期融资券</td></tr>
<tr><td>债券类型</td><td colspan="2">超短融</td><td colspan="2">发行规模</td><td colspan="2">6.0 亿元</td></tr>
<tr><td>发行日期</td><td colspan="2">2021-03-09</td><td colspan="2">发行期限</td><td colspan="2">0.6 年</td></tr>
<tr><td>增信方式</td><td colspan="6">-</td></tr>
<tr><td>特殊条款</td><td colspan="6">交叉保护条款,财务指标承诺</td></tr>
<tr><td>第一大股东</td><td colspan="6">厦门市国资委(持股比例 100%)</td></tr>
<tr><td>主承销商</td><td colspan="6">恒丰银行股份有限公司</td></tr>
<tr><td>外部评级</td><td colspan="2">AAA/-,稳定</td><td colspan="2">评级机构</td><td colspan="2">中诚信国际信用评级有限责任公司</td></tr>
<tr><td rowspan="2">兴业观点</td><td>兴业评分</td><td colspan="2">4A+/4A+，稳定</td><td colspan="2">兴业参考收益率</td><td colspan="2">4.11%</td></tr>
<tr><td>兴业参考曲线</td><td colspan="6">0.6 年期评分 4A+兴业产业债收益率曲线(4.2138,2021/03/08)</td></tr>
<tr><td rowspan="4">相同发行人</td><td>债券简称</td><td>债券余额</td><td>发行日</td><td>票面利率</td><td>剩余期限</td><td>最新估值</td><td>超额利差</td></tr>
<tr><td>21 象屿 SCP003</td><td>6.0 亿</td><td>2021-03-03</td><td>3.40%</td><td>0.48 年</td><td>3.52%</td><td>58.14BP</td></tr>
<tr><td>21 象屿 SCP002</td><td>10.0 亿</td><td>2021-02-26</td><td>3.52%</td><td>0.45 年</td><td>3.49%</td><td>58.21BP</td></tr>
<tr><td>18 象屿 MTN002</td><td>10.0 亿</td><td>2018-08-08</td><td>4.38%</td><td>0.42 年</td><td>3.45%</td><td>58.03BP</td></tr>
</table>

最新报告

事件:

厦门象屿集团有限公司（以下简称“公司”或“象屿集团”）发布 2020 三季报。截至 2020Q3，公司总资产 1634.73 亿元，实现营收 2738.35 亿元，同比增加 31.50%。截至 2020Q3，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 74.48%和 66.66%。

核心风险点:

应收账款集中度较高，需关注对手方违约风险

资产受限程度较高，抵质押再融资空间受限

债务负担上行，短期债务周转压力较大

点评:

资产规模较大，流动性一般，存货占比较大，大宗商品价格波动性较大，存在一定的跌价风险。应收账款账龄结构较好，但集中度较高，需要关注。在建工程尚需投资的资金较多，未来投资资金压力较大。受限资产占比较大。截至 2019 年底，公司总资产 1393.67 亿元，流动资产占比 63.68%，资产规模较大、流动性一般。总资产中规模较大的主要为存货、固定资产、货币资金、在建工程，规模分别为 386.01 亿元、158.96 亿元、125.42 亿元、118.56 亿元。截至 2019 年底，存货占比 27.70%，主要为库存商品和开发成本，当年计提存货跌价准备 2.29 亿元，计提比例为 0.59%，主要针对库存商品计提，大宗商品的价格波动性较大，需要关注存货跌价风险，存货中房地产相关为 158.4 亿元，占比 41%左右。固定资产占比 11.41%，主要为房屋及建筑物、机器设备等。在建工程占比 8.51%，截至 2019 年底重要在建工程预算投资 202.18 亿元，累计投资 139.66 亿元，尚需投资 60 亿元左右，存在较大的资金压力。2019 年应收账款 56.41 亿元，其中 6.22 亿元尚未执行新金融工具准则，该部分计提坏账准备 0.14 亿元，计提比例为 2.18%；已经执行新金融工具准则的应收账款 50.19 亿元，计提坏账准备 4.24 亿元，计提比例 8.46%。应收账款账龄在 1 年以内的占比为 91.24%，账龄结构较好，回款风险不大。应收账款前 5 名合计 18.03 亿元，占当期应收账款的 29.67%，应收账款集中度较高，需要持续关注应收款回款情况。截至 2019 年底，公司及其合并报表范围内子公司的受限资产合计 214.06 亿元，占净资产比为 49.15%，比

例较重；其中主要受限资产为存货和货币资金，受限货币资金 41.20 亿元，占货币资金总额的 32.8%。
截至 2020Q3，公司总资产 1634.73 亿元，总资产中规模较大的主要为存货、固定资产、货币资金、在建工程，分别为 445.16 亿元、185.78 亿元、142.29 亿元、129.89 亿元。固定资产和在建工程较 2019 年变化不大，存货较 2019 年增加约 60 亿元，系疫情期间，交通受阻等影响，商品存在一定的积压，导致库存增加。

2019 年物流供应链和房地产销售营收均较大幅度增长，毛利率均有所提升，但税收上升及投资收益下降压低公司净利润增速。公司盈利能力一般。2020Q3 公司营收受疫情的影响不大，但利润下滑幅度较大。自由现金流缺口较大且持续走阔，未来存在较大的融资压力。公司主要经营大宗商品采购分销服务及物流服务、房地产、类金融，其中物流供应链是主要收入来源。2019 年实现营收 2841.82 亿元，同比增长 17.69%，系物流服务业务收入增加所致，2019 年大宗商品采购分销服务及物流服务毛利率 2.92%，较 2018 年的 2.51%有所提升；公司 2019 年房地产业务实现营收 62.77 亿元，较上年大幅增长 112.1%，系当年达到收入结转状态的商品房对比去年同期增多所致。同时 2019 年商品房销售毛利率 41.08%，较上年的 30.82%大幅增长。2019 年公司营业利润、利润总额、净利润分别同比增长 13.29%、14.96%、3.37%，其中净利润增幅较小，系随营业收入增加，所得税增加所致，此外 2019 年公司投资收益 7.2 亿元，较 2018 年的 20 亿元下降幅度较大。2019 年公司综合毛利率和净利率分别为 4.40%、0.91%，毛利率较 2018 年增加约 0.8 个百分点，系营收占比较大的物流供应链的毛利率增长带动所致，但净利率有略微下降。

公司 2020Q3 实现营收 2738.35 亿元，同比增长 31.50%，主要系公司发挥在大宗商品流通领域的经验优势和精细化管理能力，快速复工复产，同时严格期货套保、动态调整客户保证金等多种手段对冲疫情带来的影响所致。但 2020Q3 公司净利润同比下降 39.71%，仍旧受到疫情一定程度的冲击。2020 年 Q3 公司综合毛利率和净利率分别为 2.20%、0.52%，均较 2019 年同期下降。2018-2020Q3 公司 ROE 分别为 9.49%、8.37%、3.74%，位于行业一般水平。整体看，公司盈利能力一般。从现金流来看，2018-2020Q3 公司经营活动分别净流入 35.20 亿元、33.52 亿元、-145.38 亿元。从投资活动来看，2018-2020Q1 投资活动现金流分别净流出-87.16 亿元、-127.21 亿元、-56.41 亿元。整体看，公司自由现金流缺口有扩大趋势，存在不断融资压力，公司 2020 年至今已发行约 117 亿元的债券。

公司债务负担上行，面临一定短期偿债压力，备用流动性充足。截至 2020Q3，公司合并报表口径资产负债率为 74.48%，全部债务资本化比率为 66.66%，负债率有所上行。同期末，公司总债务 834.24 亿元，短期债务 615.39 亿元，账面货币资金对短期有息负债覆盖倍数为 0.23，公司短期债务周转压力较大。截止 2020Q3，公司获银行授信合计 1590.57 亿元，其中尚未使用授信额度 734.93 亿元，备用流动性充足。

主体资质总结：公司为厦门市首家实行资产经营一体化试点的国有企业集团，是厦门国有十五大集团之一，是厦门象屿保税区的龙头企业。公司资产规模较大，流动性一般，存货占比较大，大宗商品价格波动性较大，存在一定的跌价风险。应收账款账龄结构较好，但集中度较高，需要关注。在建工程尚需投资的资金较多，未来投资资金压力较大。受限资产占比较大。2019 年物流供应链和房地产销售营收均较大幅度增长，毛利率均有所提升，但税收上升及投资收益下降压低公司净利润增速。公司盈利能力一般。2020Q3 公司营收受疫情的影响不大，但利润下滑幅度较大。自由现金流缺口较大且持续走阔，未来存在较大的融资压力。公司债务负担上行，面临一定短期偿债压力，备用流动性充足。整体来看，公司短期违约概率较低，外部经济、融资条件重大不利变化可能会导致主体偿债能力发生恶化。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：厦门象屿集团有限公司 20201225

主体跟踪报告：厦门象屿集团有限公司 20200515

主体跟踪报告：厦门象屿集团有限公司 20200218

主体覆盖报告：厦门象屿集团有限公司 20191031

21 物产中大 SCP003

返回

债券基本信息	债券全称	物产中大集团股份有限公司 2021 年度第三期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		20.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.73 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	浙江省国有资本运营有限公司(持股比例 26%)					
	主承销商	中国工商银行股份有限公司,平安银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/-,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	4A+/4A+，稳定		兴业参考收益率		4.09%	
	兴业参考曲线	0.73 年期评分 4A+兴业产业债收益率曲线(4.2940,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	18 中大 Y1	20.0 亿	2018-11-22	5.20%	0.72 年	3.79%	71.21BP
	19 物产中大 MTN001	15.0 亿	2019-02-21	3.70%	0.97 年	3.39%	29.51BP
	21 物产中大 SCP002	20.0 亿	2021-02-23	2.95%	0.46 年	3.20%	28.24BP

最新报告

事件:

物产中大集团股份有限公司（以下简称“公司”或“物产中大”）发布 2020 年三季度财报。2020 年前三季度，公司实现营收 2904.81 亿元，净利润为 33.81 亿元，经营、投资净现金流分别为-68.65、-8.65 亿元。截至 2020Q3，公司资产总计 1225.21 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率分别为 73.35%、61.42%。

核心风险点:

1、现金流状况有所弱化，需关注后续情况

2、货币资金对短期债务覆盖不足，账面流动性较为紧张

点评:

营收保持稳步增长，19 年归母扣非业绩增速较快主要系资产减值损失下降所致。公司盈利能力尚可。2020 年前三季公司收入保持稳定，利率有所回升，但现金流状况弱化。2019 年公司完成营收 3585.06 亿元，同比增长 19.45%，实现持续增长；实现利润总额 49 亿元，同比增长 7.47%；实现归母净利润 27.34 亿元，同比增长 14.04%；实现归母扣非净利润 20.74 亿元，同比增长 50.28%，公司归母扣非业绩增速较快主要原因系 2018 年资产减值损失较大所致。公司主业为供应链集成服务板块，2019 年供应链集成服务板块营收 3429.77 亿元，同比增长 18.28%，占公司营收占比 95.67%，利润贡献比例 61.94%，其中，金属、能源、化工等生产资料核心品种营业规模均位列全国前三，汽车服务业务在全国汽车经销商集团中位列综合实力排名第八。从盈利能力来看，公司 2019 年毛利率和净利率均较 2018 年有所下滑，但 ROE 为 11.15%，较 2018 年有所提升。整体来讲，公司盈利能力在贸易行业中尚可。从现金流来看，公司收现比尚可，但 2019 年边际有所下滑。2019 年公司经营活动现金流净流入 53.82 亿元，主要系 2019 年销售商品回流资金小于上年同期所致，2019 年投资活动产生的现金流量净额为-11.87 亿元，比上年同期减少净流入 51.65 亿元，主要系 2019 年收回的金融投资少于上年同期。

2020 年前三季度，公司实现营收 2904.81 亿元，同比增加 15.06%；净利润为 33.81 亿元，同比增加 3.59%。同期，公司毛利率和净利率分别为 2.84%、1.17%，较上年末有所回升。当期公司经营、投资净现金流分别为-68.65、-8.65 亿元，非筹资环节现金流有正转负，现金流有所弱化。

资产规模较大，资产流动性尚可。公司受限资产占比较低。截至 2019 年底，公司总资产 933.32 亿元，同比增

长 8.46%，其中流动资产占比 65.5%，资产流动性较好。截至 2019 年公司受限资产 67.58 亿元，主要为货币资金 26.01 亿元，投资性房地产 14.21 亿元，应收账款 7.8 亿元，应收账款融资 9.42 亿元等。公司受限资产占当期总资产和净资产的 7.24%和 22.05%，受限资产占比很低。公司资产主要为货币资金、应收账款、预付账款、存货、长期应收款、固定资产等，主要为 154.6 亿元、81.05 亿元、88.57 亿元、196.88 亿元、79.91 亿元和 71.75 亿元。公司应收账款全部按组合计提坏账准备，公司 1 年以内应收账款占比 88.1%，账龄较短。截至 2019 年，公司按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计欠款 7.91%，欠款方集中度不高。公司预付账款账龄较短，1 年以内预付账款占比 99.14%，按预付对象归集的期末余额前五名的预付款情况合计占比 6.07%，集中度不高。公司存货主要为库存商品，截至 2019 年计提存货跌价损失 5.48 亿元，计提比例较低。公司长期应收款主要为融资租赁款，截至 2019 年累计计提坏账 0.81 亿元，计提比例很低。

截至 2020Q3，公司资产总计 1224.21 亿元，较上年末增加 31.17%，主要系存货及预付款增加规模较大所致，其他资产规模即构成变动不大。

公司负债率高，账面流动性偏紧，经营偿债能力尚可，备用流动性充足。截至 2020Q3，公司合并报表口径资产负债率为 73.35%，全部债务资本化比例为 61.42%，负债率较高。同期末，公司有息债务规模 519.33 亿元，其中短期债务 442.34 亿元，账面货币资金对短期有息负债覆盖倍数为 0.40，账面流动性偏紧。截至 2019 年末，公司 EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 分别为 9.61、5.60 倍，经营偿债能力尚可。截至 2020Q3，金融机构给予公司及所有子公司的授信总额度折合人民币约 1374.07 亿元，已获得尚未使用的授信额度约 921.07 亿元，备用流动性充足。

主体资质总结：公司为浙江省最大的省属贸易企业、最大的汽车经销商，钢材、煤炭、化工等产品贸易量在全国均处于领先地位。公司营收保持稳步增长，19 年归母和非业绩增速较快主要系资产减值损失下降所致。公司盈利能力尚可。2020 年前三季公司收入保持稳定，利率有所回升，但现金流状况弱化。资产规模较大，资产流动性尚可。公司受限资产占比较低。公司负债率高，账面流动性偏紧，经营偿债能力尚可，备用流动性充足。整体来看，公司短期违约概率较低，外部经济、融资条件重大不利变化可能会导致主体偿债能力发生恶化。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：物产中大集团股份有限公司 20210125

主体跟踪报告：物产中大集团股份有限公司 20200622

主体覆盖报告：物产中大集团股份有限公司 20191110

21 夏商 SCP003

返回

债券基本信息	债券全称	厦门夏商集团有限公司 2021 年度第三期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.48 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	交叉保护条款					
	第一大股东	厦门市国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	厦门银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/-,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	4A+/4A+，稳定		兴业参考收益率		3.93%	
	兴业参考曲线	0.48 年期评分 4A+兴业产业债收益率曲线(4.1313,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 夏商 SCP002	4.5 亿	2021-01-28	3.50%	0.38 年	3.38%	38.11BP
	21 夏商 SCP001	3.0 亿	2021-01-18	3.40%	0.13 年	3.20%	37.14BP
	19 夏商 MTN001	4.0 亿	2019-01-10	4.16%	0.85 年	3.66%	37.82BP

最新报告

事件:

厦门夏商集团有限公司（以下简称“公司”或“夏商集团”）发布 2020 三季报。截至 2020Q3，公司总资产 151.28 亿元，实现营收 83.74 亿元，同比增长 2.13%。截至 2020Q3，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 71.82%和 59.68%。

核心风险点:

1、杠杆率偏高，有息债务较重

点评:

农产品业务收入稳定，在厦门区域市占率高。公司业务以农产品和商业零售为主，其中农产品业务是公司的核心业务，2019 年和 2020Q3 分别实现收入 49.88、33.81 亿元，收入规模同比基本保持稳定。公司在厦门市农产品供应保障、平抑物价以及食品安全保障等方面起着重要作用，一直以来发挥着厦门市“菜篮子”、“米袋子”国有流通的主渠道作用。截至 2020Q3，公司共拥有 7 家农产品批发市场，总占地面积约 50 万方。公司农产品业务在厦门区域市占率高，2019 年公司经营的蔬菜、猪肉、蛋品、水产品、台湾水果和大米在厦门的市场份额分别为 75%、75%、60%、85%、88%、60%。

超市门店数量保持增长，推动商业零售业务收入增长。公司商业零售板块主要包括百货商场、超市、便利店、品牌及酒类专卖店等业态。截至 2019 年末和 2020Q3，公司超市门店数分别为 52 家和 70 家，近年来公司超市门店数量保持增长。受益于此，2019 年和 2020Q3，公司商业零售板块分别实现收入 19.26、16.83 亿元，同比均保持增长。

主业盈利一般，投资收益对利润形成重要补充。2019 年，公司综合毛利率为 11.90%；公司期间费用主要为管理费用和销售费用，2019 年公司期间费用率为 8.35%，费用控制能力尚可。公司主业盈利能力一般，2019 年公司主业利润为 3.61 亿元，主业利润率为 3.04%；投资收益对公司利润形成重要补充，同期公司净利润为 4.16 亿元，投资净收益为 1.31 亿元。

资产规模较小，流动性一般。截至 2020Q3，公司资产总额为 151.28 亿元，主要构成为：货币资金（11.47 亿元）、

存货（32.81 亿元）、其他流动资产（42.07 亿元）、投资性房地产（14.81 亿元）。公司货币资金受限规模较小；存货主要为农产品业务库存商品和房地产业务（销售规模逐年下降，目前处于存量去化阶段）开发成本；其他流动资产主要为结构化存款等理财产品；投资性房地产主要为农产品批发市场等自持物业，均以成本法计量。

收入质量尚可，现金流承压。2019 年，公司现金收入比为 103.03%，主业收现情况良好。同期，公司经营活动净现金流和投资活动进现金流分别为 4.92、-25.22 亿元；2020Q3，公司经营活动净现金流和投资活动进现金流分别为 9.67、-13.82 亿元。近年来，经营活动现金流呈现持续净流入状态，投资支出规模较大，公司现金流承压。

杠杆率偏高，有息债务负担较重，偿债压力可控。截至 2020Q3，公司资产负债率为 71.82%，全部债务资本化比率为 59.68%，杠杆率偏高。同期末，公司有息债务为 63.11 亿元，其中短期债务 50.14 亿元，货币资金对短期债务覆盖倍数为 0.23 倍。截至 2019 年末，公司 EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 分别为 15.26、8.05 倍，公司经营偿债能力尚可。截至 2020Q3，公司获银行授信合计 213.12 亿元，未使用授信额度为 170.09 亿元，备用流动性较为充裕。整体来看，公司偿债压力可控。

主体资质总结：公司是厦门市政府直管的十大国有企业集团之一，是厦门市“菜篮子”工程和“放心食品工程”主要成员单位，在厦门市的民生事业中具有重要的战略地位。公司业务较为多元，主业包括农产品业务和商业零售。农产品业务收入稳定，在厦门区域市占率高；超市门店数量保持增长，推动商业零售业务收入增长。公司主业盈利一般，投资收益对利润形成重要补充。资产规模较小，流动性一般。收入质量尚可，现金流承压。杠杆率偏高，有息债务负担较重，偿债压力可控。整体来看，公司短期违约概率较低，外部经济、融资条件重大不利变化可能会导致主体偿债能力发生恶化。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：厦门夏商集团有限公司 20201222

主体跟踪报告：厦门夏商集团有限公司 20200602

主体覆盖报告：厦门夏商集团有限公司 20191105

21 广州高新 SCP001

返回

<table>
<tr><td rowspan="8">债券基本信息</td><td>债券全称</td><td colspan="5">广州高新区投资集团有限公司2021年度第一期超短期融资券</td></tr>
<tr><td>债券类型</td><td colspan="2">超短融</td><td colspan="2">发行规模</td><td>5.0亿元</td></tr>
<tr><td>发行日期</td><td colspan="2">2021-03-09</td><td colspan="2">发行期限</td><td>0.74年</td></tr>
<tr><td>增信方式</td><td colspan="5">-</td></tr>
<tr><td>特殊条款</td><td colspan="5">-</td></tr>
<tr><td>第一大股东</td><td colspan="5">广州经济技术开发区管理委员会(持股比例100%)</td></tr>
<tr><td>主承销商</td><td colspan="5">招商银行股份有限公司</td></tr>
<tr><td>外部评级</td><td colspan="2">AA+/-,稳定</td><td colspan="2">评级机构</td><td>鹏元资信评估有限公司</td></tr>
<tr><td rowspan="2">兴业观点</td><td>兴业评分</td><td colspan="2">4A+/4A+，稳定</td><td colspan="2">兴业参考收益率</td><td>4.30%</td></tr>
<tr><td>兴业参考曲线</td><td colspan="5">0.74年期评分4A+兴业产业债收益率曲线(4.2985,2021/03/08)</td></tr>
<tr><td rowspan="4">相同发行人</td><td>债券简称</td><td>债券余额</td><td>发行日</td><td>票面利率</td><td>剩余期限</td><td>最新估值</td><td>超额利差</td></tr>
<tr><td>20广州高新SCP003</td><td>10.0亿</td><td>2020-12-01</td><td>3.80%</td><td>0.48年</td><td>3.34%</td><td>24.93BP</td></tr>
<tr><td>20广州高新MTN003</td><td>8.0亿</td><td>2020-11-27</td><td>5.35%</td><td>1.73年</td><td>5.15%</td><td>165.44BP</td></tr>
<tr><td>20广州高新MTN004</td><td>5.5亿</td><td>2020-12-07</td><td>5.50%</td><td>1.76年</td><td>5.12%</td><td>161.34BP</td></tr>
</table>

最新报告

事件:

广州高新区投资集团有限公司（以下简称“公司”）发布2020年三季报。2020年1-9月，公司实现营业收入7.67亿元，实现净利润-3.51亿元。截至2020年9月末，公司总资产296.26亿元，剔除预收款项后的资产负债率为73.56%，净负债率为216.22%，现金短债比为0.42倍。

核心风险点:

1、房地产业务为阶段性任务，商品房销售收入稳定性较弱，且经营性物业在建拟建项目较多，推升资本支出压力;

2、收入规模小，期间费用率高，主业持续亏损，依赖投资收益补亏，稳定性欠佳;

3、债务规模较大且增长较快，短期流动性偏紧。

点评:

经营性物业出租情况尚可，但在建拟建项目投资规模较大，推升资本支出压力。公司为开发区内的企业及员工提供物业租赁、物业管理服务，包括厂房、员工公寓及其他商业物业租赁，除部分商铺和公寓外，大部分物业的出租率在80%-100%。2019年实现租金收入3.39亿元，同比增长32.9%，2020年1-6月实现租赁收入1.25亿元，同比下降5.26%。在建商业及拟建项目投资回收周期较长，未来面临较大的资金压力。

市政拆迁及代建业务资金来源于政府调拨。公司承担广州开发区的市政拆迁、代建等服务，项目资金均来自财政预算和专项资金划拨等，公司无垫资情况，仅按一定标准收取代建管理费（约0.5%-2.5%），动员拆迁费用一般为拆迁补偿总额的 3%，政府结算周期为3-6个月。上述业务盈利稳定，成本主要为人工成本，毛利率维持在70%以上，业务风险小。2019年，公司实现市政拆迁及代建收入0.59亿元，毛利率89.26%。2020年1-6月实现市政拆迁及代建收入0.05亿元。

现代服务业务稳步扩张，对业绩形成有益补充，但需要关注融资租赁业务风险。公司现代服务业务包括融资租赁、酒店、住宿及餐饮业务。公司为瑞银租赁控股股东，持股51.0%，主要投向航空、节能环保、高端制造、医疗医药等行业，区域主要集中于广东和北京，规模较小，2019年，公司实现融资租赁业务收入1.44亿元，2020年1-6月实现融资租赁业务收入0.72亿元，宏观经济下行背景下部分行业景气度趋弱，融资租赁业务风险逐步

暴露，可能对公司盈利及流动性造成一定影响。此外，公司酒店、住宿及餐饮业务收入稳步增长，2019 年实现酒店住宿及餐饮收入 0.73 亿元，同比增长 77.39%，2020 年 1-6 月实现酒店住宿及餐饮收入 0.29 亿元，规模较小。

资产质量尚可，投资性房地产重估具备一定升值空间。截至 2020 年 9 月末，公司总资产 296.26 亿元，其中，投资性房地产 49.75 亿元，主要系部分在建项目完工转入以及无偿划入部分经营性物业所致，所持物业均位于广州经开区，采用成本法计量，重估有一定升值空间；存货 21.62 亿元，同比大幅减少，主要官洲中心等物业结转投资性房地产所致；在建工程 63.39 亿元，主要为公司自建的拟出租物业以及安置房项目，从工程进度来看未来仍有较大规模的资本支出压力；货币资金 19.24 亿元；无形资产 24.66 亿元，主要为土地资产；长期股权投资 22 亿元，主要为参股园区内工业企业，每年可形成 1-2 亿元的投资收益，是公司利润的重要来源；其他应收款 18.22 亿元，主要为项目往来款和政府性质款项，部分款项账龄较长，存在一定资金占用及回收风险。

政府支持增强资本实力。2017 年公司获广州开发区国资局无偿划转两家公司股权，增加实收资本 2.6 亿元，增加资本公积 1.4 亿元；2018 年通过货币增资 0.6 亿元，通过划拨国羽中心增资 1.8 亿元。此外，2017 年广州开发区财政局通过项目增资增加公司实收资本 4.8 亿元，2018 年开发区国资局通过划入 14 个物业增加资本公积 1.6 亿元。2019 年，广州开发区国资局以货币和债权资产形式对公司增资 9.81 亿元。

自建项目投资导致自由现金流持续净流出，筹资规模持续扩大。2017-2019 年及 2020 年 1-9 月，公司收现比 86.96%、156.79%、146.66%、149.48%。同期，公司经营活动现金净流量-4.6 亿元、0.03 亿元、-8.06 亿元、-9.92 亿元，投资活动现金净流量-7.84 亿元、-43.41 亿元、-50.95 亿元、-20.24 亿元。同期，公司筹资活动现金净流量 14.27 亿元、41.32 亿元、58.47 亿元、38.08 亿元。考虑到房产销售短期现金流贡献有限，而在建拟建项目投资规模较大，对外部融资仍有较大需求。

债务规模增长迅速，债务负担较重，短期流动性偏紧。截至 2020 年 9 月末，公司总债务 187.44 亿元，公司近两年房产销售、物业经营等形成的回款较为有限，债务规模较大，债务负担较重。2017-2019 年 EBITDA 利息保障倍数分别为 7.72、2.98、1.69，受房产销售收入大幅下降影响盈利能力下滑，长期偿债能力趋弱。至 2020 年 9 月末，公司短期债务为 45.97 亿元，在手现金 19.24 亿元，货币资金比短期债务为 0.42，短期流动性偏紧。

融资环境较好，但资产受限比例较高。截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信 168.38 亿元，未使用授信额度 62.49 亿元，银行端融资环境较好。公司债券融资渠道通畅，融资成本不高。截至 2019 年末，公司受限资产 80.9 亿元，整体受限比例偏高。

主体资质总结：公司为广州经济技术开发区管委会下属独资企业，持续获得政府增资支持。公司房地产业务均为响应“三旧改造”的阶段性项目，商品房销售收入稳定性较弱。此外，公司为开发区内企业及员工提供物业租赁和物业管理服务，物业出租率较高，租金收入是公司收入主要来源，但自建拟建项目较多，未来资本开支规模较大。市政拆迁及代建业务资金来源于政府调拨，盈利稳定且毛利率较高。现代服务业务稳步发展，为业绩的有益补充，但需要关注融资租赁业务的风险暴露情况。财务方面，公司收入规模小，期间费用率高企，主业持续亏损，依赖长期股权投资及可供出售金融资产形成的投资收益补亏，稳定性欠佳。公司有息债务规模增长迅速，且较销售回款及租金收入而言债务负担较重，短期流动性偏紧。考虑到公司短期房地产销售收入及现金流贡献下滑，在建项目剩余投资规模相对较大，对外部融资仍较为依赖，但受益于国企背景，融资环境尚可。整体来看，短期违约概率较低，外部经济、融资条件重大不利变化可能会导致主体偿债能力发生恶化。
最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：广州高新区投资集团有限公司 20201118

主体跟踪报告：广州高新区投资集团有限公司 20200512

主体覆盖报告：广州高新区投资集团有限公司 20191027

21 甘肃民航 MTN001

返回

<table>
<tr><td rowspan="8">债券基本信息</td><td>债券全称</td><td colspan="6">甘肃省民航机场集团有限公司 2021 年度第一期中期票据</td></tr>
<tr><td>债券类型</td><td colspan="2">中票</td><td colspan="2">发行规模</td><td colspan="2">5.0 亿元</td></tr>
<tr><td>发行日期</td><td colspan="2">2021-03-09</td><td colspan="2">发行期限</td><td colspan="2">3 年</td></tr>
<tr><td>增信方式</td><td colspan="6">-</td></tr>
<tr><td>特殊条款</td><td colspan="6">-</td></tr>
<tr><td>第一大股东</td><td colspan="6">甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)</td></tr>
<tr><td>主承销商</td><td colspan="6">中国光大银行股份有限公司,中国工商银行股份有限公司</td></tr>
<tr><td>外部评级</td><td colspan="2">AA+/AA+,稳定</td><td colspan="2">评级机构</td><td colspan="2">中诚信国际信用评级有限责任公司</td></tr>
<tr><td rowspan="2">兴业观点</td><td>兴业评分</td><td colspan="2">4A+/4A+，稳定</td><td colspan="2">兴业参考收益率</td><td colspan="2">4.75%</td></tr>
<tr><td>兴业参考曲线</td><td colspan="6">3 年期评分 4A+兴业产业债收益率曲线(4.8525,2021/03/08)</td></tr>
<tr><td rowspan="2">相同发行人</td><td>债券简称</td><td>债券余额</td><td>发行日</td><td>票面利率</td><td>剩余期限</td><td>最新估值</td><td>超额利差</td></tr>
<tr><td>21 甘肃机场 SCP001</td><td>5.0 亿</td><td>2021-03-04</td><td>3.99%</td><td>0.48 年</td><td>3.95%</td><td>83.23BP</td></tr>
</table>

最新报告

甘肃省民航机场集团有限公司（以下简称“公司”或“甘肃省民航机场集团”）运营甘肃省内 7 个主要机场，控股股东和实际控制人均为甘肃省国资委，持股比例 100%。2019 年公司主营业务构成：航空性业务收入 5.54 亿元、非航空性业务收入 2.76 亿元、其他收入 3.90 亿元，毛利率分别为 41.84%、-34.35%和-27.48%。

核心风险点:

受疫情影响，航空和非航业务受到冲击，2020 前三季度业绩亏损;

主业盈利情况较差，主业利润持续亏损，净利润对政府补助依赖较大;

公司杠杆率较高，债务负担较重，未来资本开支压力较大。

区域垄断地位，客流规模较小但增长较快。公司曾被海航集团收购，2015 年 1 月 13 日，中共甘肃省委办公厅、甘肃省人民政府办公厅发布《甘肃省机场集团有限公司改组设立方案》明确：海航集团有限公司退出甘肃机场集团，同时对甘肃机场集团进行改组，改组后由省政府国资委履行出资人职责。2015 年 4 月 30 日，公司控股股东变更为甘肃省国资委。公司运营甘肃省主要的机场，包括：兰州中川国际机场（简称“兰州机场”或“中川机场”）、敦煌机场、嘉峪关机场、庆阳机场、金昌机场、张掖机场和陇南机场等 7 个机场，区域垄断地位突出，公司整体客流量水平不高，但增长较快， 2017-2019 年公司旅客吞吐量分别为 1440.59 万人次、1609.50 万人次、1796.45 万人次。

公司绝大部分客流量由兰州机场贡献，2019 年兰州机场完成旅客吞吐量 1530.3 万人次，占公司总旅客吞吐量的 85.18%，其余 6 个机场旅客吞吐量均在 100 万人次以下。兰州机场位于兰州新区，距离兰州市北 71.80 公里，是西北重要的航空港，拥有 1 条跑道，1 个航站楼，涉及容量 800 万人次。近年来兰州机场增长态势良好， 2019 年兰州机场旅客吞吐量同比增长 10.4%，增速高于全国平均水平，吞吐量全国排名第 27 位，较 2018 年提升 5 位。2019 年中川机场累计通航城市 118 个，客运航线 212 条，货运航线 10 条，运营航空公司 43 家，基地航空公司包括东方航空、春秋航空、海南航空、西藏航空和北部湾航空等 8 家。

业务收入规模不大，盈利能力较差。公司收入来源于航空性业务收入、非航空性业务收入和其他收入。2017-2020 前三季度公司航空性业务收入分别为 2.10 亿元、2.79 亿元、3.22 亿元和 2.41 亿元，受益于区域内航空出行人数的增长，公司 2017-2019 年航空性业务收入呈持续增长态势，2020 年前三季度受疫情影响，航空性业务收入下滑较大。2017-2020 前三季度公司航空性业务毛利率分别为 49.83%、41.04%、41.84%和 16.04%，航空业务毛利率水平尚可。

公司非航业务包括地面服务、航站楼物业租赁、特许经营收入等，2017-2020 前三季度公司非航业务收入分别为

2.37 亿元、3.12 亿元、3.71 亿元和 1.39 亿元，航空性业务持续亏损，2017-2020 前三季度公司非航业务毛利率分别为-19.93%、-31.06%、-34.35%和 10.71%，经营情况较差。

公司其他业务包括旅游业务、汽修业务、物流业务等，2017-2020 前三季度公司其他业务收入分别为 3.44 亿元、3.91 亿元、3.90 亿元和 2.17 亿元，毛利率分别为-106.96%、-61.95%和-27.48%，经营情况差。

疫情对 2020-2021 年业绩冲击大，冲击幅度小于核心枢纽机场。受疫情影响，公司 2020 年业务量大幅下滑。2020 前三季度公司累计完成旅客吞吐量 912.39 万人次，货邮吞吐量 5.23 万吨，飞机起降架次 7.96 万次，同比分别下降 33.91%、2.06%和 26.97%。2020 前三季度公司实现营业收入 6.60 亿元，同比下降 23.85%，净利润亏损 1.10 亿元，同比转亏。同行对比来看，由于公司所处甘肃省疫情防控较好，交通、人员管控力度小于一线省市，公司 2020 前三季度旅客吞吐量下降幅度低于上海、首都等一线机场。

随着疫情逐步得到控制，预计 2021 年公司业务量将较 2020 年明显改善，但仍难以恢复到 2019 年水平，预计航空性业务收入的完全恢复需等到 2022 年甚至 2023 年。

资本开支规模大。公司当前主要建设的项目为兰州中川机场三期扩建机场工程，项目总投资 334.38 亿元，资本金 50%，其中国家发改委安排中央预算内投资 15.9 亿元、民航局安排民航发展基金 40.50 亿元、甘肃省政府安排财政资金 50 亿元、兰州市政府安排财政资金 25 亿元、甘肃省民航机场集团自有资金仅为 35.79 亿元，项目获得的支持较大，资本金到位保障度高。截至 2020 年 9 月末，该项目资本金到位 38.36 亿元。该项目已于 2020 年 6 月开工，三期扩建完工后预计将在 2030 年形成旅客吞吐量 3800 万人次，货邮吞吐量 30 万吨，飞机起降架次 30.24 万架次。中川机场投入规模大，未来 3 年公司仍需出资 165.98 亿元，对公司形成较大资本开支压力。

盈利情况较差。2017-2019 年分别实现营收 9.60 亿元、11.03 亿元和 12.20 亿元，营收呈持续增长态势；同期净利润分别为-2.94 亿元、-1.83 亿元和 0 亿元，亏损呈收窄态势，但整体盈利状况较差。2020 年前三季度公司收入下滑和净利润亏损主要受疫情影响，随着国内外疫情的逐步控制，公司盈利有望持续得到好转，预计 2022 年或者 2023 年后公司有望恢复至 2019 年的盈利水平。

现金流方面，公司业务收现能力较强，经营性活动净现金持续呈扩大态势，基本完全覆盖投资活动净现金流，自由现金流缺口可控。

资产流动性一般，符合行业特征。截至 2019 年末，公司总资产 162.35 亿元，资产主要由非流动资产构成，占比 80.99%，资产流动性一般，但符合行业特征。公司资产中占比较大的前几项为固定资产占比 43.30%、在建工程 15.91%、无形资产 14.59%、货币资金 6.77%、其他应收款 4.23%、存货 4.58%。公司固定资产和在建工程主要为机场相关的资产，存货主要系置业投资公司的房地产开发成本，2019 年末为 7.44 亿元，金额较小。公司 2019 年末可供出售金融资产为 6.2 亿元，主要为对兰州农村商业银行 4.55%股权。截至 2019 年末，公司受限资产合计 0.17 亿元，主要为融资担保保证金，资产受限情况一般。

债务率偏高，短期偿债压力不大。截至 2020 年 9 月末，公司资产负债率为 86.47%，资产负债率偏高主要系公司将累积收到的中央及地方资本金计入递延收益，列入负债科目，剔除递延收益，公司债务资本化比率仍较高，整体债务负担仍偏重。截至 2020 年 9 月末，公司总债务为 51.48 亿元，占总负债的 38.83%。公司有息债务中短期债务为 22.65 亿元，货币资金对短期债务覆盖度为 1.5，短期偿债压力不大。

政府支持力度大，备用流动性充足。因公司业务公益性强，公司获得政府支持力度大，包括中央和地方政府给予公司的资本金补助，以及每年的营运补贴。2017-2019 年公司获得营运补助分别为 4.03 亿元、5.36 亿元和 5.03 亿元。截至 2020 年 9 月末，公司授信额度为 732.70 亿元，剩余授信 677 亿元，备用流动性较充足。截至 2020 年 9 月末，公司对外担保余额为 15 亿元，主要为对敦煌酒店有限责任公司（公司联营企业）在国开行的贷款，该笔贷款被列入关注类，或存在一定担保风险，需进行关注。

主体资质总结：公司是甘肃省内主要机场运营主体，区域垄断地位高，客流增长较快。公司主要运营机场为兰州中川国际机场，2019 年旅客吞吐量排名全国第 27 位，客流量增长较快但整体客运量体量偏小。公司收入主要由航空业务、非航业务和其他业务构成，因区域客流量偏小，成本刚性，主业利润持续亏损，随着客流量增长，主业亏损呈下降态势，净利润在政府补助支持下仍出现一定亏损。2020-2021 年受疫情影响，公司业绩恐承压，但相比国内枢纽机场，公司受疫情影响幅度稍小。公司业务公益性较强，政府支持力度大，机场项目获得中央、省、市资本金支持大，杠杆率偏高，且公司未来有较大规模资本开支，存在较大资本支出压力。公司账面货币

资金对短期债务覆盖度较好，短期偿债压力不大。整体来看，公司短期违约概率较低，外部经济、融资条件重大不利变化可能会导致主体偿债能力发生恶化。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体覆盖报告：甘肃省民航机场集团有限公司 20210304

本报告仅供"广发银行—SOA"使用

21 伟驰 01

返回

债券基本信息	债券全称	伟驰控股集团有限公司面向合格投资者公开发行 2021 年公司债券(第一期)					
	债券类型	公司债		发行规模		2.5 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		5 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	常州市武进区国有(集体)资产管理办公室(持股比例 100%)					
	主承销商	光大证券股份有限公司					
	外部评级	AA+/AA+,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	4A+/4A+，稳定		兴业参考收益率		-	
	兴业参考曲线	5 年期评分 4A+兴业城投债收益率曲线(6.6234,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20 伟驰 02	3.5 亿	2020-12-30	5.20%	4.82 年	6.52%	273.19BP
	18 伟驰 01	4.5 亿	2018-04-10	7.20%	4.10 年	6.53%	258.20BP
	18 伟驰债 01	4.5 亿	2018-04-10	7.20%	4.10 年	6.53%	258.20BP

最新报告

事件:

伟驰控股集团有限公司（以下简称“公司”）披露 2020 年三季报，公司 2020 年前三季度实现营收 19.43 亿元；实现净利润 2.41 亿元。

截至 2020 年三季度末，公司总资产 568.9 亿元；资产负债率 62.12%。

核心风险点:

1、公司业务集中在西太湖科技园，城投地位较低;

2、年内到期压力大，存短期偿债压力。

3、对外担保规模大，存在一定的或有风险。

点评:

武进区经济发展水平较高，增长情况较好。武进区为江苏省常州市下属近郊区，2019 年实现 GDP 2483.4 亿元，GDP 可比增速为 6.9%，人均 GDP 为 17.10 万元，发展水平高。三次产业的比例为 1.6:54.7:43.7，地区支柱产业主要为纺织、化工、冶金、金属制品、机械、电气机械及器材制造、电子及通信设备制造。

2019 年西太湖科技园地区生产总值同比增长 8%，规模以上工业产值 193.7 亿元，同比增长 16.3%。

财政收入规模尚可，自给程度较高，但债务负担重。常州市武进区 2019 年综合财力为亿元。实现一般预算收入 187.4 亿元，其中税收收入 159.4 亿元，占比 85.1%，收入质量较高。同期政府性基金收入 175.6 亿元。2019 年一般公共预算支出 180 亿元，财政收支平衡率为 104.11%，财政自给能力强。截至 2019 年末，武进区地方政府直接债务余额为 173.34 亿元，与综合财力之比为 45.21%；年末发债融资平台有息债务与综合财力之比为 320.5%，整体看，武进区债务负担较重。

基础设施建设回款情况较为滞后，未来投资压力不大。公司主要负责西太湖科技园区的城市基础设施建设，以“委托代建”的形式接受园区管委会及其他委托方的委托。然后公司自行筹资进行基础设施项目建设，项目建成后委托方按结算协议进行回购，公司确认收入并用回购款偿还前期筹集的资金。公司目前待回购项目主要为西太湖整治保护工程以及花博会一级开发及配套项目，截至 2019 年末总投资额 91.46 亿元，已回购金额为 39.23 亿元，其中 2019 年回笼资金 7.24 亿元，回款情况一般。公司在建项目计划总投资 8.76 亿元，截至 2020 年 6

月末已投资 2.44 亿元；拟建项目计划投资 1.63 亿元，未来资本支出压力不大。

工程施工项目市场化运营，回款一般。公司工程施工业务经营主体为子公司常州华北建筑有限公司，市场化经营，业务区域分布在常州、沛县等，主要为住宅、厂房等。2017-2020H1，公司工程施工业务分别实现营业收入 2.63 亿元、6.02 亿元、5.14 亿元和 4.28 亿元，收入有所波动。2019 年公司在手合同 1 个，金额 2.25 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司在建项目合同金额 17.97 亿元，已投资 14.52 亿元，已回款 11.9 亿元，部分项目回款情况滞后，整体回款情况一般。

安置房建设项目回购情况尚可。公司作为西太湖科技园区内综合服务提供商和高新技术企业孵化器，承担园区安置房项目的融资、建设管理职能。公司按照委托代建协议，安置房项目建成验收后主要由西太湖科技园管委会等政府部门回购，回购比例为实际建设成本的 1.13 倍左右。截至 2020 年 6 月末，公司安置房已完工项目已完成总投资额为 26.49 亿元，拟回购金额 30.06 亿元，政府已回购额为 21.42 亿元，整体回购情况尚可。公司安置房建设板块暂无在建或拟建项目。

厂房出租业务收入增长情况良好。公司自建厂房、职工宿舍、办公楼等出租给园区相关企业和职工，截至 2020 年 6 月末，厂房出租率超过 90%。2017-2020H1 出租业务收入分别为 1.77 亿元、1.87 亿元、1.96 亿元和 097 亿元，业务收入增长情况良好。截至 2020 年 6 月末，公司出租项目累计投资 62.5 亿元。

资产质量一般，流动性较弱。截至 2020 年 6 月末，公司总资产 568.31 亿元。其中货币资金占比 9.2%、其他应收款占比 13.3%、存货占比 17.1%、投资性房地产 46.0%、其他非流动资产占比 11.9%。货币资金 52.34 亿元，受限比例 39.7%，受限程度较高。其他应收款 75.8 亿元，主要是往来款，对象主要是西太湖投资发展有限公司、兴农建设、滨湖生态城建设有限公司、西太湖房地产开发有限公司等。存货 97.0 亿元，主要是建筑工程施工业务形成的工程建设成本。投资性房地产 261.5 亿元，主要是房屋建筑物和土地使用权，主要是用于出租标准厂房和商务办公。其他非流动资产主要是发行人与其他国企共同建设项目和预付土地款。整体来看，资产质量一般，流动性较弱。

杠杆水平略高，短期偿债能力较弱。2017~2020Q3 末，公司总债务分别为 196.95 亿元、208.36 亿元、282.77 亿元和 314.56 亿元；资产负债率分别为 63.81%、64.37%、59.56%、62.12%，债务负担略重。短期偿债来看，货币现金比短期有息债务为 0.39，再加上货币受限比例较高，短期偿债能力较弱。

收现情况较好，但投资支出规模大，对外部融资依赖程度较高。公司 2017-2019 年收现比分别为 93.78%、90.07%、152.5%，收现质量较好。2017-2019 年经营活动现金流净额均值为 4.2 亿元，该公司经营性现金流状况受基础设施工程建设、安置房工程项目的进度及结算情况影响较大；投资活动现金流净额均值为-12.7 亿元。整体来看，公司经营性现金流净额规模相对有限，投资性现金流长期呈净流出，公司资金缺口需要通过外部筹资弥补。

融资环境较差，或有风险较高，受限资产比例较高。公司融资渠道以银行借款和债券为主。截至 2020 年 6 月末，公司获银行授信总额为 380.96 亿元，已使用 294.89 亿元，剩余可用 86.07 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司受限资产金额共 256.93 亿元，占资产总额的 45.2%，投资性房地产已大部分用于抵押。整体来看公司融资环境较差。

对外担保存在一定风险。截至 2020 年 6 月末，公司对外担保总额为 99.04 亿元，担保比率为 46.06%，担保对象主要为当地国企，考虑到担保比率高，存在一定担保风险。

主体资质总结。武进区经济发展较快；财政收入规模尚可，自给程度较好，但债务负担重。西太湖科技园位于武进区辖区内，经济规模小。公司是西太湖科技园的区企业综合服务提供商和高新技术孵化器，主营基础设施建设、安置房建设、工程施工和厂房出租等，业务收入返回主要来自武进区其他融资平台。公司基建类业务整体回款滞后，未来投资压力不大；厂房出租业务收入稳定增长，目前租金回报率一般。公司杠杆水平高，短期偿债能力较弱，且融资环境较差，存在一定或有风险。整体来看，公司短期违约概率较低，外部经济、融资条件重大不利变化可能会导致主体偿债能力发生恶化。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：伟驰控股集团有限公司 20201216

主体跟踪报告：伟驰控股集团有限公司 20200531

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21 渝医药 MTN001

返回

<table>
<tr><td rowspan="8">债券基本信息</td><td>债券全称</td><td colspan="6">重庆医药(集团)股份有限公司 2021 年度第一期中期票据</td></tr>
<tr><td>债券类型</td><td colspan="2">中票</td><td colspan="2">发行规模</td><td colspan="2">3.0 亿元</td></tr>
<tr><td>发行日期</td><td colspan="2">2021-03-09</td><td colspan="2">发行期限</td><td colspan="2">3 年</td></tr>
<tr><td>增信方式</td><td colspan="6">-</td></tr>
<tr><td>特殊条款</td><td colspan="6">-</td></tr>
<tr><td>第一大股东</td><td colspan="6">重药控股股份有限公司(持股比例 100%)</td></tr>
<tr><td>主承销商</td><td colspan="6">中国建设银行股份有限公司,中国民生银行股份有限公司</td></tr>
<tr><td>外部评级</td><td colspan="2">AA+/AA+,稳定</td><td colspan="2">评级机构</td><td colspan="2">中诚信国际信用评级有限责任公司</td></tr>
<tr><td rowspan="2">兴业观点</td><td>兴业评分</td><td colspan="2">4A+/4A+，稳定</td><td colspan="2">兴业参考收益率</td><td colspan="2">4.95%</td></tr>
<tr><td>兴业参考曲线</td><td colspan="6">3 年期评分 4A+兴业产业债收益率曲线(4.8525,2021/03/08)</td></tr>
<tr><td rowspan="3">相同发行人</td><td>债券简称</td><td>债券余额</td><td>发行日</td><td>票面利率</td><td>剩余期限</td><td>最新估值</td><td>超额利差</td></tr>
<tr><td>20 渝医药 MTN001</td><td>6.0 亿</td><td>2020-08-18</td><td>4.28%</td><td>2.45 年</td><td>4.65%</td><td>85.83BP</td></tr>
<tr><td>21 渝医药 SCP002</td><td>5.0 亿</td><td>2021-02-22</td><td>3.70%</td><td>0.13 年</td><td>3.61%</td><td>77.22BP</td></tr>
</table>

最新报告

事件:

公司公布 2020 三季报，2020 前三季度公司实现营业收入 304.16 亿元，同比增长 20.87%；实现净利润 7.59 亿元，同比增长 4.37%；实现经营活动净现金流分别为-10.56 亿元，同比下降 38.93%。

核心风险点:

1、医药商业行业受两票制和“集采”政策影响，行业发展空间受到限制，公司分销业务受两票制影响呈收缩态势。

2、公司经营和投资活动现金流净流出额持续放大，自由活动现金流缺口加大，增加再融资和短期债务压力。

3、盈利能力、运营效率呈下滑态势。

4、资产中存货和应收账款占比较大，占用公司资金，资产质量一般。

点评:

完成对天士力营销的收购，进一步增强主业竞争力。2019 年 12 月 17 日，公司与上市公司天士力签署了《框架协议》，就出售天士力控股子公司天津天士力医药营销集团(以下简称“天士营销”)股权进行了约定。公司拟通过支付现金对价的方式收购天士力直接及间接持有天士营销的 87.47%的股权以及天士营销其他股东所持有天士营销的股份。2020 年 8 月 13 日，公司完成股权交割并办理变更登记，转让价格约 14.89 亿元，转让股权比例为天士力营销 99.9448%股权。另外，公司还将购买天士力控股持有的陕西天士力医药物流有限公司 100%股权。2018-2019 天士营销营业收入为 116.5 亿元和 127 亿元，归母净利润为 1 亿元和 2.71 亿元，2019 年营销公司盈利增长迅速。

另外，2020 年 8 月 13 日，公司完成对四川人福医药有限公司 70%股权收购，并拟对其提供不超过 7.525 亿元的担保。虽然资产收购与公司主业相关，能进一步提升公司主业竞争力，但这也将增加公司资本开支压力，且大额并购也考验公司管理能力，需进行关注。

控股股东混改，引入央企有利于长远发展。2019 年 12 月 25 日，重庆化医完成对子公司重庆医药健康产业有限公司（公司控股股东-重药控股股份有限公司控股股东）进行混合所有制改革，将所持的健康产业公司 49%股权转让给中国医药及其控股股东中国通用技术（集团）控股有限责任公司，中国通用技术集团属 100%国务院持股

公司，公司与其医药业务存在一定协同效应，控股股东层面的混改有利于公司长远发展。

因并购扩张，2020 年资产规模大幅扩张。截至 2019 年末，公司总资产 248.33 亿元，同比增长 26.61%，近年来公司扩张速度较快。公司总资产中流动资产占比 81.68%，符合医药流通行业特征。公司资产中占比较大的前几项为:应收账款占比 48.11%,存货占比 15.15%,货币资金占比 12.96%,长期股权投资占比 7.53%,商誉占比 3.13%。随着公司业务结构调整、纯销占比的提升和流通网络的下沉，公司存货和应收账款周转率 2016-2018 年以来呈下降态势，2019 年有所提升，反映出营运效率有所提高。应收账款账期集中在一年内，截至 2019 年末，3 个月内应收账款占比 54.81%，3 个月至 1 年应收账款为 42.45%，客户主要为公立医院，回款有一定保障，但加大了公司资金压力。因合并并购公司资产，公司 2020 年 9 月末资产大幅扩张，但资产结构基本保持不变。

盈利能力呈下行态势，但仍处于行业较好水平。随着公司业务规模的持续扩张，公司收入规模持续增长。2016-2019 年公司营业收入分别为 204.87、211.90、258.03 和 338.44 亿元，净利润受销售和财务费用影响呈波动态势，2016-2019 年净利润分别为 9.38、6.31、7.14 和 9.33 亿元，销售毛利率和净利率受两票制和行业竞争加剧影响呈下行态势，但仍处于医药流通行业较好水平，2016-2019 年公司净利率分别为 4.58%、2.98%、2.77%和 2.76%。

2020 年一季度受疫情影响，公司收入和净利润均有一定程度的下降，二季度随着医院就诊人数的恢复，公司收入和盈利将有所恢复。2020 前三季度公司收入和净利润分别增长 20.87%和 4.37%，整体受疫情影响相对可控。

2020 前三季度自由活动现金流缺口放大。2019 年公司加大账务回款力度，经营活动现金流录得净流入，2016-2019 年经营活动净现金流分别为-3.07、-13.34、-16.78 和 2.04 亿元，投资活动现金流由于并购投资、项目建设增加，净流出也呈扩大态势，2016-2019 年公司投资活动净现金流分别为 1.46、-2.06、-2.95 和-9.60 亿元。公司自由活动现金流缺口持续放大，使得公司融资需求大幅提升，2016-2019 年筹资活动净流入分别为 0.34、6.85、23.33 和 14.20 亿元，加大资金压力。2020 年公司收购天士力营销公司，2020 前三季度投资活动现金流净流出额扩大，经营活动净现金流因业务扩张而呈现净流出态势，自由活动现金流缺口放大，整体筹资压力压力有所加大。

负债率持续上升，经营偿债压力呈上升态势。截至 2020 年 9 月末，公司资产负债率为 79.05%，全部债务资本化比率为 65.08%，公司负债率自 2016 年以来持续提升，目前处于行业较高水平。公司债务规模随着业务扩张也持续增加，截至 2020 年 9 月末公司总债务为 127.01 亿元，短期债务占 78.07%，符合业务和行业特征，货币资金对短期债务覆盖比例为 0274，覆盖程度一般，流动比率 1.23，速动比率为 1.03，短期债务压力尚可。2019 年，公司全部债务/EBITDA 为 5.31，EBITDA 利息保障倍数为 3.64，长期经营偿债能力尚可，但 2016 年以来长期经营偿债压力呈上升态势。

融资环境尚可。截至 2020 年 3 月末，公司授信总额为 179.47 亿元，剩余额度为 83.18 亿元，同比有所扩大，公司控股股东重药控股为上市公司，间接股东有中国通用技术集团，融资渠道尚可。截至 2019 年 9 月 6 日，公司控股股东母公司重庆医药健康产业有限公司持有重药控股 38.47%股权，其中 16.52%的比例被质押，可质押空间仍足。截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保余，无重大未决诉讼，受限资产合计 22.84 亿元，占总资产的 8.23%，主要包括货币资金 12.80 亿元，应收账款及票据 5.39 亿元、长期股权投资 4.32 亿元等，受限情况一般。

主体资质总结：公司是西南地区医药流通行业龙头企业，深耕重庆市场近 70 年，形成了一定的品牌影响力，业务聚焦于医药流通，该行业受政策影响，发展空间受限。受行业竞争加剧和政策影响，公司盈利能力呈下行态势，但由于品牌影响力和客户下沉，盈利能力仍处于行业较好水平。近年来公司业务规模持续扩大带来应收账款、存货规模持续增长，运营效率有所下降，2019 年公司加大应收账款回款力度，运行效率有所提升，2019 年现金流改善。公司当前仍处于扩张阶段，收购天士力营销和四川人福以提升整体业务规模和竞争力，但也加大债务压力，但公司作为地方国企整体融资环境尚可，再融资能力尚可。整体来看，公司短期违约概率较低，外部经济、融资条件重大不利变化可能会导致主体偿债能力发生恶化。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：重庆医药(集团)股份有限公司 20210105

主体跟踪报告：重庆医药(集团)股份有限公司 20200528

本报告仅供"兴业银行-SOA"使用

21 惠民建投 SCP001

返回

债券基本信息	债券全称	济宁市兖州区惠民城建投资有限公司 2021 年度第一期超短期融资券					
	债券类型	超短融		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		0.49 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	交叉保护条款					
	第一大股东	济宁市兖州区国有资产监督管理局(持股比例 100%)					
	主承销商	南京银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/-,稳定		评级机构		鹏元资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	4A-/4A-，稳定		兴业参考收益率		5.02%	
	兴业参考曲线	0.49 年期评分 4A-兴业城投债收益率曲线(5.1239,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	PR 兖城投	0.0 亿	2013-05-28	5.90%	0.22 年	5.27%	-
	13 兖城投债	0.0 亿	2013-05-28	5.90%	0.22 年	5.27%	-
	19 惠民城建 PPN001	5.0 亿	2019-04-08	7.08%	1.09 年	7.76%	399.20BP

最新报告

事件:

济宁市兖州区惠民城建投资有限公司（以下简称“公司”或“兖州惠民”）控股股东和实际控制人为济宁市兖州区国有资产监督管理局，持股 94.6%。公司是济宁市兖州区的城投平台，2019 年公益性资产占比 63.19%。

公司 2020 年前三季度实现营收 92.42 亿元，实现净利润 0.84 亿元。截至 2020 年三季度末，公司总资产 456.2 亿元，资产负债率 55.16%。

核心风险点:

1、公司资产流动性较弱

2、公司短期偿债压力大

点评:

济宁市经济发展水平一般；财政实力较强，债务负担较重。济宁市为山东省地级市，2019 年实现 GDP4370.2 亿元，经济规模较大，GDP 可比增速为 3.8%，人均 GDP 为 5.23 万元，低于全国平均水平。2019 年三次产业的比例为 11.5:40.3:48.2。济宁市 2019 年综合财力为 1045 亿元。一般公共预算收入完成 405.0 亿元，政府性基金收入完成 402.9 亿元。当年一般公共预算支出 667.3 亿元，政府财政收支平衡率为 60.69%，自给程度一般。2019 年济宁市地方政府债务余额为 841.38 亿元，地方政府债务率约为 80.5%；2019 年末发债融资平台有息债务与综合财力之比为 110.3%，整体来看债务负担较重。

兖州区经济发展水平较高。兖州区为山东省济宁市下属辖区。济宁市 2019 年实现 GDP4370.2 亿元，经济总量在山东省地级市中排名靠前，GDP 可比增速为 3.8%。兖州区 2019 年实现 GDP515.36 亿元，GDP 可比增速为 3.8%，人均 GDP 为 9.3 万元，发展水平较高。三次产业结构为 5.5:50.6:43.9，地区支柱产业主要为造纸、机械制造、橡胶轮胎等。

地方财政实力尚可，债务负担较重。兖州区 2019 年综合财力为 92.69 亿元。2019 年一般公共预算收入完成 46.48 亿元，其中税收收入 38.13 亿元，占比 82.0%，收入质量较高；政府性基金收入为 37.03 亿元，较去年同期大幅增长 45.7%。政府财政收支平衡率为 81.21%，财政自给程度较高。2019 年末，地方政府债务余额 75.78 亿元，政府债务率为 81.8%，发债融资平台折算有息债务与综合财力之比为 193.1%，债务负担较重。

兖州区内地位较高。公司是济宁市兖州区的城投平台，也是兖州区内唯一的发债平台，地位较高。公司作为兖

州区重要的市政基础设施投融资及建设主体，政府补贴力度较大。2017-2019 年，公司分别实现营业外收入（包括其他收益）5.45 亿元、4.63 亿元、8 亿元，主要为财政补贴。

基建业务回款情况较差。公司是兖州区重要的城市基础设施建设投融资主体，业务具有区域专营性，业务模式为委托建设模式。公司主要与兖州区财政局签订协议，负责项目的筹资建设，项目竣工验收后，兖州区财政局按总造价加成一定比例的建设费用（7%-15%）支付回购款。2017-2019 年，公司分别实现项目回购收入 9.00 亿元、9.32 亿元、9.35 亿元，毛利率约为 14%-16%。截至 2020 年 3 月末，公司已完工项目总投资 83.14 亿元，实际已回款 52.03 亿元，回款较差。截至 2020 年 3 月末，公司在建项目主要为保障房安居工程，总投资额 41.3 亿元，已投资金额 38.95 亿元，接近完工。拟建项目有三个，分别为济宁市颜店工业园新旧动能转换引领区项目、颜店镇乡村振兴建设项目和兖州高铁新城项目，总投资 21.7 亿元，面临较大资金压力。

土地整理业务收入规模较小，存在不确定性。公司是兖州区重要的土地整理主体，与兖州区储备中心签订土地一级整理合同，对城区土地储备中心收储的土地进行整理开发，待土地开发整理完成后，兖州区政府将土地收储并通过"招拍挂"进行出让后，按照土地直接成本加一定比例的管理费用支付给公司拆迁整理费用。2016-2018 年，公司分别实现土地整理业务收入 0.76 亿元、0.48 亿元、0.05 亿元，收入规模较小，2019 年无确认收入。此外，2017-2019 年，公司分别实现土地转让收入 33.84 亿元、8.45 亿元、10.19 亿元，该业务存在不确定性。

商品销售业务收入规模较大，对利润贡献较小。2018 年，公司新增商品销售业务，由子公司惠民均和贸易公司运营(公司占比 51%)，主要采取以销定购的代理模式。销售品种以大宗商品为主，大宗原材料、大宗能源、大宗农产品。2018 年-2019 年商品销售业务实现收入 16.45 亿元、102.9 亿元，收入大幅增加，但毛利率仅为 0.50%左右，对利润贡献较小。

房地产开发可持续性较差。公司房地产业务主要是商品房建造及销售，经营模式为自主开发。截至 2020 年 3 月末，公司已完成的房地产为锦绣家园和怡和花园，基本已经销售完毕，仅剩车位未销售。公司在建的房地产项目为泽缘名府，计划总投资 5 亿元，已投资 1 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司房地产土储面积 7.9 万平方米。

主业持续亏损，依赖政府补贴维持净利润为正。2017-2020Q3 年，公司营业收入分别为 45.71 亿元、37.21 亿元、124.75 亿元 92.42 亿元，2019 年营收大幅增加主要是贸易业务增长较快。公司业务毛利率较低，主业持续亏损，同期主业利润分别为-3.45 亿元、-2.11 亿元、-6.35 亿元、-6.69 亿元；同期净利润分别为 2.5 亿元、2.7 亿元、3.1 亿元、0.8 亿元，净利润主要来自财政补贴。

资产以土地、基建成本和政府占款为主，流动性较弱。截至 2019 年末，公司总资产 366.7 亿元，主要为流动资产。资产主要包括应收账款 73.1 亿元、其他应收款 22.7 亿元、存货 173.1 亿元、投资性房地产 24 亿元、在建工程 22.7 亿元。公司应收账款主要为应收济宁市兖州区政府的工程回购款和土储中心土地转让款；其他应收款主要为对兖州华融发展投资的往来款以及兖州区政府部门借款，应收类款项对公司资金占用较多，账龄偏长。公司存货主要为土地使用权 88.6 亿元和基础设施开发成本 83.8 亿元，土地使用权规模较大，土地出让受当地政府出让计划等因素影响，实际变现能力存在一定的不确定性。投资性房地产主要为土地使用权。截至 2019 年末，公司公益性资产占比 63.2%。2020 年三季度末，公司总资产 456.24 亿元，相比 2019 年末增长 24.4%。增长主要是存货及其他应收款增加。

有息债务规模较大，货币资金对短债覆盖不足，短期偿债压力较大。2017-2020Q3 公司资产负债率分别为 54.07%、54.01%、59.41%、55.16%，全部债务资本化率分别为 53.28%、50.36%、54.60%、53.92%，负债率保持稳定，但有息债务规模较大。截至 2020 年 9 月末，公司有息债务 239.4 亿元，短期有息债务 66.4 亿元，货币资金比短期债务为 0.44，覆盖程度不足，短期偿债压力较大。

备用流动性一般。截至 2020 年 9 月末，公司共获得银行授信 80.54 亿元，尚未使用 31.68 亿元，备用流动性一般；截至 2020 年 3 月末，公司受限资产 60.07 亿元，主要为用于借款抵押的土地资产，占净资产的 40.27%，资产受限比率较高。

存在或有风险。截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 19.15 亿元，担保比率 12.84%，存在一定或有风险。

主体资质总结。兖州区经济发展水平较高；地方财政实力尚可，债务负担较重。公司是兖州区重要的城市基础设施建设投融资主体，基建业务回款情况较差。土地整理业务收入规模较小，可持续性较弱。商品销售业务收入规模较大，对利润贡献较小。公司主业持续亏损，依赖政府补贴维持净利润为正。公司资产以土地、基建成

本和政府占款为主，流动性较弱。公司拟建项目规模较大，预计未来仍面临一定融资需求。目前，公司负债率保持稳定，但有息债务规模较大，且短债规模较大，货币资金对短债覆盖不足，短期偿债压力较大。整体来看，公司短期违约概率较低，外部经济、融资条件重大不利变化有很大可能导致主体偿债能力发生恶化。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：济宁市兖州区惠民城建投资有限公司 20210203

主体跟踪报告：济宁市兖州区惠民城建投资有限公司 20200716

主体跟踪报告：济宁市兖州区惠民城建投资有限公司 20200529

主体覆盖报告：济宁市兖州区惠民城建投资有限公司 20190819

21 新投 MTN001

返回

<table>
<tr><td rowspan="8">债券基本信息</td><td>债券全称</td><td colspan="6">新疆投资发展(集团)有限责任公司 2021 年度第一期中期票据</td></tr>
<tr><td>债券类型</td><td colspan="2">中票</td><td colspan="2">发行规模</td><td colspan="2">5.0 亿元</td></tr>
<tr><td>发行日期</td><td colspan="2">2021-03-09</td><td colspan="2">发行期限</td><td colspan="2">3 年</td></tr>
<tr><td>增信方式</td><td colspan="6">-</td></tr>
<tr><td>特殊条款</td><td colspan="6">交叉保护条款</td></tr>
<tr><td>第一大股东</td><td colspan="6">新疆维吾尔自治区国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)</td></tr>
<tr><td>主承销商</td><td colspan="6">兴业银行股份有限公司,国家开发银行</td></tr>
<tr><td>外部评级</td><td colspan="2">AA+/AA+,稳定</td><td colspan="2">评级机构</td><td colspan="2">中诚信国际信用评级有限责任公司</td></tr>
<tr><td rowspan="2">兴业观点</td><td>兴业评分</td><td colspan="2">4A-/4A-，稳定</td><td colspan="2">兴业参考收益率</td><td colspan="2">4.75%</td></tr>
<tr><td>兴业参考曲线</td><td colspan="6">3 年期评分 4A-兴业产业债收益率曲线(4.8525,2021/03/08)</td></tr>
<tr><td rowspan="4">相同发行人</td><td>债券简称</td><td>债券余额</td><td>发行日</td><td>票面利率</td><td>剩余期限</td><td>最新估值</td><td>超额利差</td></tr>
<tr><td>20 新投 MTN003</td><td>4.0 亿</td><td>2020-06-29</td><td>4.49%</td><td>2.32 年</td><td>5.07%</td><td>130.27BP</td></tr>
<tr><td>20 新投 MTN002</td><td>5.0 亿</td><td>2020-03-31</td><td>4.47%</td><td>2.07 年</td><td>4.98%</td><td>129.33BP</td></tr>
<tr><td>20 新投 MTN001</td><td>5.0 亿</td><td>2020-03-16</td><td>4.73%</td><td>2.03 年</td><td>4.97%</td><td>129.15BP</td></tr>
</table>

最新报告

事件:

更新公司 2020Q3 财务数据。截至 2020Q3，公司总资产 573.27 亿元，资产负债率 71.60%，总债务 347.34 亿元。2020 年前三季度，公司实现营业收入 234.40 亿元，同比增长 3.84%，实现净利润-0.23 亿元，同比增长 77.25%。2020 年前三季度，公司经营活动净现金流 9.04 亿元，投资活动净现金流-6.71 亿元。

核心风险点:

1、主业持续亏损，盈利能力弱;

2、资产中探矿权占比较高，资产流动性较弱。

3、债务规模持续增长，债务负担较重，面临短债压力。

点评:

收入主要来自贸易业务，毛利率水平低，主业持续亏损，盈利能力弱。公司为新疆自治区国资委下辖六家一类企业之一，负责产业投资和国有资产运营。2019 年公司实现营业收入 340.31 亿元，同比小幅增长 0.65%，其中贸易、冶炼、化工三大板块分别占比 81.76%、8.21%、6.27%，收入同比增速分别为 5.32%、-9.84%、-21.88%，收入增长主要由贸易业务拉动。同期，上述三大板块毛利率分别为 1.90%、6.91%、14.86%，同比分别变动-0.19pct、4.99pct、-3.27pct，受主要贸易产品市场行情波动、环保政策趋严等因素影响，公司贸易、化工板块毛利率均出现下滑， 2019 年公司综合毛利率为 3.83%，同比下降 0.84pct，盈利能力有所弱化。此外，冶炼业务毛利率虽有所提升，但经营主体天龙矿业处于亏损状态。受毛利率下降影响，公司主业亏损扩大，2019 年主业利润下降至-4.72 亿元，投资收益不足以弥补主业亏损，导致 2019 年净利润出现亏损，为-1.50 亿元。

2020 年前三季度，公司实现营业收入 234.40 亿元，同比增长 3.84%，销售毛利率 4.09%，同比保持稳定。同期，公司期间费率 4.97%，费用侵蚀下主业延续亏损。2020 年前三季度，公司实现净利润-0.23 亿元，利润主要来自投资收益，稳定性弱。

资产结构基本稳定，哈密三塘湖煤矿探矿权占比高但后续投资开发存在不确定性，资产流动性较弱。截至 2019 年末，公司总资产 541.91 亿元，同比基本持平，资产结构保持稳定，占比较大的包括：无形资产 203.16 亿元，

占比 37.49%；固定资产 80.14 亿元，占比 14.79%；可供出售金融资产 47.45 亿元，占比 8.76%；预付款项 35.18 亿元，占比 6.49%。无形资产主要是哈密三塘湖煤矿探矿权，规模较大，目前该项目仍处前期探矿及流程审批阶段，后续开发建设需根据国家“十四五”总体规划进行，存在一定不确定性，资产变现和盈利的能力均较弱。固定资产主要是机器设备、房屋建筑物等。可供出售金融资产主要是对自治区内企业的权益类投资，所投标的主要是疆内石化、电力、金属冶炼等行业，2017-2019 年权益法核算的长期股权投资收益分别为-0.38、0.14、0.68 亿元。预付款项主要是预付的贸易货款和工程预付款等。截至 2020Q3，公司总资产 573.27 亿元，无重大变化。

杠杆水平上行，剔除哈密三塘湖煤矿项目形成的贷款后债务负担仍然较重，短期流动性偏紧。截至 2019 年末，公司总债务为 333.72 亿元，较 2018 年末小幅增长 3.15%，资产负债率为 70.13%，全部债务资本化比率为 67.34%，分别较 2018 年末上升 0.24pct、0.85pct。剔除哈密三塘湖煤矿项目形成的 130 亿元国开行贷款（还款来源均来自自治区财政厅拨付的运营补贴）后，债务规模仍然较大。截至 2020Q3，公司总债务扩张至 347.34 亿元，其中短期债务为 124.03 亿元，占总债务的比重为 35.71%，货币资金/短期债务为 0.29，近年持续维持在较低水平，短期流动性偏紧，偿债依赖债务滚动。

非筹资环节存在资金缺口，对外部融资较为依赖。受贸易业务影响，公司经营性现金流有所波动，近三年一期虽保持净流入，但无法完全覆盖在建项目及股权投资等方面的投资支出，仍有一定筹资需求。2020 年前三季度，公司经营活动净现金流 9.04 亿元，投资活动净现金流-6.71 亿元，筹资活动净现金流 4.78 亿元。

政府支持力度较大。公司是新疆自治区重要的国有资产运营主体，平台地位突出，政府在增资、股权划转和补贴等方面给予公司较大支持。2019 年，公司子公司收到新疆财政厅拨付运营补贴约 4 亿元。

融资能力尚可。截至 2020 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 418.46 亿元，尚未使用 88.5 亿元，备用流动性较充足。截至 2020 年 6 月末，公司受限资产 206.31 亿元，主要为探矿权、房地产和机械设备等，受限比率 34.86%，资产受限比率偏高。

主体资质总结：公司为新疆自治区国资委下辖六家一类企业之一，负责产业投资和国有资产运营，业务结构多元，但收入主要来自贸易业务，毛利率水平低，主业持续亏损，盈利能力弱。公司资产结构基本稳定，哈密三塘湖煤矿探矿权占比高但后续投资开发存在不确定性，资产流动性较弱。受股权投资、在建项目投入影响，公司非筹资环节仍存在一定资金缺口，对外部融资较为依赖，债务规模持续增长，短期流动性持续偏紧，偿债依赖债务滚动，目前融资环境尚可，且受政府一定支持，债务周转压力尚可。整体来看，公司短期违约概率较低，外部经济、融资条件重大不利变化有很大可能导致主体偿债能力发生恶化。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：新疆投资发展(集团)有限责任公司 20210125

主体跟踪报告：新疆投资发展(集团)有限责任公司 20200627

主体跟踪报告：新疆投资发展(集团)有限责任公司 20200227

主体覆盖报告：新疆投资发展(集团)有限责任公司 20190804

21 古蔺 01

返回

债券基本信息	债券全称	古蔺县国有资产经营有限责任公司 2021 年非公开发行公司债券(保障性住房)(第一期)					
	债券类型	私募债		发行规模		4.0 亿元	
	发行日期	2021-03-09		发行期限		5 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	泸州市国有资产监督管理委员会(持股比例 51%)					
	主承销商	九州证券股份有限公司					
	外部评级	AA/-,稳定		评级机构		鹏元资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	4B+/4B，稳定		兴业参考收益率		-	
	兴业参考曲线	5 年期评分 4B+兴业城投债收益率曲线(8.2552,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20 古蔺 03	7.0 亿	2020-09-22	7.00%	4.55 年	7.07%	257.54BP
	20 古蔺 02	1.0 亿	2020-07-30	7.00%	4.40 年	7.04%	257.34BP
	20 古蔺 01	3.0 亿	2020-06-18	7.00%	4.28 年	7.01%	257.00BP

最新报告

事件:

更新公司 2020 年上半年财务数据。截至 2020H1，公司总资产 254.99 亿元，资产负债率 63.34%，总债务 114.47 亿元，短期有息债务 18.75 亿元。2020 年 1-6 月，公司经营活动净现金流-4.87 亿元，投资活动净现金流 0.08 亿元。

核心风险点:

1、古蔺县经济规模较小，财政实力偏弱，自给率低，债务负担重;

2、公司债务负担较重，面临短债压力;

3、公司在建项目面临较大投资压力。

点评:

四川省经济发展态势良好。2019 年，四川省实现地区生产总值 46615.8 亿元，按可比价格计算，增长 7.5%，经济体量在全国 31 个省市中排名第六位，是西部地区最大的经济体。人均 GDP5.7 万元，同比增长 7.0%，约为当年全国平均水平的 78%。三次产业结构由上年的 10.3：37.4：52.3 调整为 10.3：37.3：52.4。整体来看，2019 年四川省各项经济指标均有不同程度优化，经济保持平稳发展。

古蔺县经济规模较小，白酒产业发达。泸州市为四川省地级市，2019 年实现 GDP2081.26 亿元，同比增长 8.0%，人均 GDP4.81 万元，经济发展水平一般。古蔺县为泸州市下辖县，2019 年实现 GDP172.3 亿元，同比增长 6.4%，经济规模较小，人均 GDP2.49 万元，低于全国平均水平。古蔺县 2019 年三次产业结构比为 16.3：39.9：43.7，酿酒业发达，代表产品为郎酒。

财政实力偏弱，自给率低，债务负担重。古蔺县 2019 年综合财力 57.26 亿元，财政收入规模偏小，其中一般公共预算收入 16.50 亿元，政府性基金收入 12.48 亿元。一般公共预算支出 58.05 亿元，财政自给率 28.42%，自给程度较低。截至 2019 年末，古蔺县政府债务余额 39.47 亿元，政府债务率 68.93%，发债平台有息债务比综合财力为 190.24%，债务负担重。

公司业务公益性较强，政府支持力度稳定。公司是古蔺县唯一公开发债平台，地位突出，主要负责古蔺县范围内的基础设施、污水管网及安置房建设以及土地开发业务，公益性较强，政府持续给予支持。2019 年，公司获得政府注资 0.10 亿元，另获得财政补贴 0.86 亿元。

资产以土地和基建成本为主，受限比率较高，流动性较弱。截至2019年末，公司总资产201.59亿元，流动资产占比85.69%。公司资产中占比较大的包括其他应收款9.37%、存货67.82%、投资性房地产7.46%。截至2019年末，公司货币资金9.62亿元，包含受限资金0.07亿元。其他应收款18.89亿元，主要为应收当地政府及国企往来款，回收时间不确定，对资金形成一定占用。存货136.73亿元，主要为土地37.85亿元和基建成本96.78亿元，其中33.87亿元土地已抵押，受限比率较高，基建成本规模较大，结转滞后，存货流动性较弱。投资性房地产15.04亿元，主要为用于出租的房产，其中11.44亿元已抵押。

债务负担较重，面临一定短债压力。截至2020H1，公司资产负债率63.34%，总债务114.47亿元，债务负担较重，主要为长期银行借款，非标融资占比较低。截至2020H1，公司短期债务18.75亿元，货币资金比短期债务为0.51，覆盖比率不足，存在一定短债缺口。

非筹资环节存在资金缺口，在建项目仍面临较大投资压力。2020年1-6月，公司经营活动净现金流-4.87亿元，投资活动净现金流0.08亿元，自由现金流处于净流出状态，主要为在建项目垫资。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资79.69亿元，面临较大投资压力。

截至2020年6月末，公司共获得银行授信95.45亿元，尚未使用7.06亿元，备用流动性偏少。

截至2019年末，公司对外担保余额8.68亿元，担保对象均为地方国企或事业单位，无反担保措施，存在或有风险。

主体资质总结：古蔺县为泸州市下辖县，白酒产业发达，但经济规模较小，财政实力偏弱，自给率低，债务负担重。公司是古蔺县唯一公开发债平台，地位突出，主要负责古蔺县范围内的基础设施、污水管网及安置房建设以及土地开发业务，公益性较强，政府持续给予支持。公司基建业务回款情况较差，存货中基建成本大量积压，土地和房产受限比率较高，资产流动性较弱。公司目前负债水平较高，债务负担较重，账面可用资金较少，备用流动性较少，面临一定短期偿债压力，且在建项目投资规模较大，后续债务周转及项目建设均面临较大资金压力。整体来看，公司仍有债务偿付能力，外部经济、融资条件重大不利变化可能导致主体无法偿还到期债务。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：古蔺县国有资产经营有限责任公司 20201101

主体跟踪报告：古蔺县国有资产经营有限责任公司 20200512

主体覆盖报告：古蔺县国有资产经营有限责任公司 20190829

21 东航 01

返回

债券基本信息	债券全称	中国东方航空股份有限公司 2021 年公开发行公司债券(第一期)(品种一)					
	债券类型	公司债		发行规模		50.0 亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		10 年(5+5)	
	增信方式	-					
	特殊条款	回售条款,调整票面利率条款					
	第一大股东	中国东方航空集团有限公司(持股比例 31%)					
	主承销商	东方证券承销保荐有限公司,光大证券股份有限公司,海通证券股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	2+/2+, 负面		兴业参考收益率		-	
	兴业参考曲线	5 年期评分 2+兴业产业债收益率曲线(3.7491,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	16 东航 01	15.0 亿	2016-10-21	3.03%	5.63 年	3.95%	3.03BP
	16 东航 02	15.0 亿	2016-10-21	3.30%	5.63 年	3.95%	5.99BP
	19 东航 01	30.0 亿	2019-08-16	3.60%	3.45 年	3.79%	7.71BP

最新报告

事件 1:

2021 年 1 月 30 日,公司公布 2020 年业绩预亏公告,公司预计 2020 年归属于上市公司股东的净利润约人民币-98 亿元至-125 亿元,扣除非经常性损益事件后,公司 2020 年归属于上市公司股东的净利润约人民币-107 亿元至-134 亿元。

事件 2:

2021 年 2 月 3 日,公司公告拟非公开发行 A 股股票募集资金不超过人民币 108.28 亿元,发行数量约 24.94 亿股,不超过本次非公开发行前总股本的 30%。

核心风险点:

1、2020 年疫情对公司业绩和现金流冲击较大,全年经营压力加大;

2、盈利受航油价格、汇率波动影响较大;

3、机队保持扩张,资本支出压力持续。

点评:

2020 年疫情重创全球航空业,上半年业绩大幅亏损,行业第三季度明显减亏。2020 年新冠疫情重创全球航空业,虽然 2020 年二季度以来国内疫情已明显控制,但由于海外疫情持续发酵,以及民航局“五个一”政策的实施,国际航空旅客量同比下滑 9 成以上,国内航空旅客量恢复态势也不及 2003 年“非典”期间。新冠疫情造成航企大面积亏损,航空经营压力较大,尾部航企面临生存危机。根据民航局的统计,2020 年二季度我国民航业亏损 342.5 亿元,较一季度减亏 38.5 亿元。以此测算,上半年行业亏损 646.5 亿元,其中 2020 年 2 月我国航空业总计亏损 245.90 亿元,创历史上单月亏损最大记录。第三季度航空经营情况有所改观,三大航 2020 年第三季度亏损 2.79 亿元,较第二季度亏损 135.92 亿元明显减亏。2020 前三季度,国航、南航和东航净利润分别亏损 114.62 亿元、85.46 亿元和 96.81 亿元,公司亏损额处于三大航中游。

分月来看,4 月份以来随着国内疫情得到控制,航空需求量逐步恢复,2020 年 5-9 月公司旅客量同比分别增长-61.71%、-51.46%、-37.20%、-28.18%和-14.39%,客运量降幅呈下降态势,反映疫情冲击逐步减轻。但考虑到国外疫情仍较严重,国内疫情局部仍有反复,航空需求量仍受到压制,预计今年整体需求量难以恢复到正常水平。

油价大幅下跌减轻航企成本和现金流压力，人民币升值减轻汇兑压力。受疫情影响下的全球经济下行和产油国扩产预期，2020 年以来原油价格持续下行，2020 年 1-9 月，布伦特原油期货结算均价 42.53 美元/桶，较上年同期下跌 34.32%。燃油成本占公司营业总成本的约 3 成。虽然当前公司航班执飞率低，对低油价环境利用不充分，若持续维持较低油价环境，随着需求量的恢复，公司未来盈利恢复动力将更强。但值得注意的是，随着疫情影响的减弱，经济的逐步恢复，油价有望随着需求量的恢复而上涨，若油价涨幅快于需求量恢复，盈利承压，需关注油价波动风险。

汇率方面，截至 2020 年 9 月末，美元兑人民币中间价为 6.81，较 2019 年末下降 2.38%，航企美元负债较多，今年以来人民币的升值也将在一定程度上缓解航企亏损压力，但汇率主要影响账面汇兑损失，对当期现金流影响不大。

2020 年业绩大幅亏损，但仍符合预期。2020 年前三季度公司实现营业收入 423 亿元，同比下降 54.71%，净利润亏损-96.81 亿元。分季度来看，2020Q1、Q2、Q3 净利润分别为-41.91 亿元、-48.81 亿元和-6.09 亿元，第三季度公司业绩大幅减亏，但差于南航和国航。三季度为航空暑运旺季，盈利环比大幅改善，四季度为淡季，预计仍将出现一定亏损。2020 全年来看，公司预计亏损 98 亿元-125 亿元，符合我们预期（我们此前预计公司 2020 年合并报表净利润亏损 110-130 亿元）。当前海外新冠疫苗第三期临床表现较好效果，全球疫情有望逐步得到防控，我们预计 2021 全年业绩能明显改善，但仍可能录得一定亏损，业绩恢复到正常盈利水平可能需等到 2022 年甚至 2023 年，需进行关注。

现金流方面，2020Q1、Q2、Q3 公司经营活动净现金流分别为-61.26 亿元、-5.94 亿元和 68.18 亿元，三季度经营净现金流大幅转正。2020Q1、Q2、Q3 公司投资活动净现金流分别为-14.03 亿元、-26.88 亿元和-14.39 亿元，第三季度自由活动现金流转正，第三季度公司处于净偿债阶段，筹资净现金流流出，四季度为航空淡季，自由活动现金流可能下降。整体来看，疫情影响下，公司第三季度业绩和经营净现金流明显改善。

债务负担处于三大航中最高水平。因经营租赁负债的入表，公司 2019 年合并报表负债率上升，截至 2020 年 9 月末公司合并报表负债率为 78.90%，高于同期中国国航的 69.85%和南方航空的 73.37%。

2020 年 9 月末总债务约 1824.43 亿元，债务规模较 2019 年末有一定上升，债务中短期债务约 712 亿元，账面货币资金 90.74 亿元，对短期债务覆盖率约 13%，低于南航和国航。

公司定增符合预期，有望增厚净资产，提升财务稳定性。此前东航集团进行了 310 亿元增资混改协议属于政府对企业支持政策的落实，符合我们的预期。疫情影响下，东方航空经营和流动性压力加大，因大额亏损净资产被明显侵蚀，财务稳定性下降。东航集团为国务院国资委全资子公司，集团层面业务很少，绝大部分业务和债务由子公司东航航空承担。近年来由于东航和南航扩张较快，整体盈利水平低于国航，整体杠杆率水平偏高。2020 年南航集团通过其 2019 年混改引资的 300 亿元对南航股份进行了增资抵消了亏损对净资产的侵蚀，杠杆率水平有所下降。东方航空负债率最高，2020 年 6 月末为 78.84%，账面货币资金规模和货币资金对短期债务的保障比例最低。在南航股份增资后，其增资需求相比国航更迫切。

此次定增符合预期，根据我们的测算，东方航空增资 108 亿元后，其资产负债率有望下降 3.8 个百分点至 75.10%，杠杆率有所下降，财务稳定性提升，整体抗风险能力增强。

再融资能力强，融资渠道通畅。截至 2019 年末，公司未使用额度 500.61 亿元，未使用授信额度充足，公司为上市公司，融资渠道畅通。截至 2019 年末公司受限资产合计 72.43 亿元，占总资产的 2.56%，主要为飞机及发动机，货币资金未受限。截至 2019 年末，公司无对外担保。

主体资质总结：公司是三大国有航空集团之一，行业地位突出，航线资源优质。疫情重创全球航空业，我国民航业上半年巨亏，三季度减亏。公司一季度业绩大幅亏损，二三季度减亏，但前三季度亏损额仍较大，侵蚀净资产，第三季度经营活动净现金流大幅流入，但前三季度自由现金流仍存在一定缺口。虽然油价大幅下跌和政策支持将减缓公司成本和现金流压力，但 2020 年全年业绩仍将面临大额亏损，公司预告亏损额符合我们此前的预期。公司定增举措也符合预期，能提升公司财务稳健性，公司债务负担在三大航中最高，但整体再融资能力强，融资渠道通畅。整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响极小，考虑疫情的不确定性，对公司信用资质展望为负面。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：中国东方航空股份有限公司 20210204

主体跟踪报告：中国东方航空股份有限公司 20201115

主体跟踪报告：中国东方航空股份有限公司 20200824

主体跟踪报告：中国东方航空股份有限公司 20200331

主体覆盖报告：中国东方航空股份有限公司 20190815

本报告仅供"广发银行—SOA"使用

21 东航 02

返回

债券基本信息	债券全称	中国东方航空股份有限公司2021年公开发行公司债券(第一期)(品种二)					
	债券类型	公司债		发行规模	50.0亿元		
	发行日期	2021-03-10		发行期限	6年(3+3)		
	增信方式	-					
	特殊条款	回售条款,调整票面利率条款					
	第一大股东	中国东方航空集团有限公司(持股比例31%)					
	主承销商	东方证券承销保荐有限公司,光大证券股份有限公司,海通证券股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司		
兴业观点	兴业评分	2+/2+，负面		兴业参考收益率	-		
	兴业参考曲线	3年期评分2+兴业产业债收益率曲线(3.5693,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	19东航01	30.0亿	2019-08-16	3.60%	3.45年	3.79%	7.71BP
	20东航01	20.0亿	2020-04-23	2.39%	2.14年	3.48%	3.30BP
	12东航01	48.0亿	2013-03-18	5.05%	2.03年	3.45%	3.54BP

最新报告

事件1:

2021年1月30日,公司公布2020年业绩预亏公告,公司预计2020年归属于上市公司股东的净利润约人民币-98亿元至-125亿元，扣除非经常性损益事件后，公司2020年归属于上市公司股东的净利润约人民币-107亿元至-134亿元。

事件2:

2021年2月3日,公司公告拟非公开发行A股股票募集资金不超过人民币108.28亿元,发行数量约24.94亿股,不超过本次非公开发行前总股本的30%。

核心风险点:

1、2020年疫情对公司业绩和现金流冲击较大，全年经营压力加大;

2、盈利受航油价格、汇率波动影响较大;

3、机队保持扩张，资本支出压力持续。

点评:

2020年疫情重创全球航空业，上半年业绩大幅亏损，行业第三季度明显减亏。2020年新冠疫情重创全球航空业，虽然2020年二季度以来国内疫情已明显控制，但由于海外疫情持续发酵，以及民航局“五个一”政策的实施，国际航空旅客量同比下滑9成以上，国内航空旅客量恢复态势也不及2003年“非典”期间。新冠疫情造成航企大面积亏损，航空经营压力较大，尾部航企面临生存危机。根据民航局的统计，2020年二季度我国民航业亏损342.5亿元，较一季度减亏38.5亿元。以此测算，上半年行业亏损646.5亿元，其中2020年2月我国航空业总计亏损245.90亿元，创历史上单月亏损最大记录。第三季度航空经营情况有所改观，三大航2020年第三季度亏损2.79亿元,较第二季度亏损135.92亿元明显减亏。2020前三季度,国航、南航和东航净利润分别亏损114.62亿元、85.46亿元和96.81亿元，公司亏损额处于三大航中游。

分月来看，4月份以来随着国内疫情得到控制，航空需求量逐步恢复，2020年5-9月公司旅客量同比分别增长-61.71%、-51.46%、-37.20%、-28.18%和-14.39%，客运量降幅呈下降态势，反映疫情冲击逐步减轻。但考虑到国外疫情仍较严重，国内疫情局部仍有反复，航空需求量仍受到压制，预计今年整体需求量难以恢复到正常水平。

油价大幅下跌减轻航企成本和现金流压力，人民币升值减轻汇兑压力。受疫情影响下的全球经济下行和产油国扩产预期，2020年以来原油价格持续下行，2020年1-9月，布伦特原油期货结算均价42.53美元/桶，较上年同期下跌34.32%。燃油成本占公司营业总成本的约3成。虽然当前公司航班执飞率低，对低油价环境利用不充分，若持续维持较低油价环境，随着需求量的恢复，公司未来盈利恢复动力将更强。但值得注意的是，随着疫情影响的减弱，经济的逐步恢复，油价有望随着需求量的恢复而上涨，若油价涨幅快于需求量恢复，盈利承压，需关注油价波动风险。

汇率方面，截至2020年9月末，美元兑人民币中间价为6.81，较2019年末下降2.38%，航企美元负债较多，今年以来人民币的升值也将在一定程度上缓解航企亏损压力，但汇率主要影响账面汇兑损失，对当期现金流影响不大。

2020年业绩大幅亏损，但仍符合预期。2020年前三季度公司实现营业收入423亿元，同比下降54.71%，净利润亏损-96.81亿元。分季度来看，2020Q1、Q2、Q3净利润分别为-41.91亿元、-48.81亿元和-6.09亿元，第三季度公司业绩大幅减亏，但差于南航和国航。三季度为航空暑运旺季，盈利环比大幅改善，四季度为淡季，预计仍将出现一定亏损。2020全年来看，公司预计亏损98亿元-125亿元，符合我们预期（我们此前预计公司2020年合并报表净利润亏损110-130亿元）。当前海外新冠疫苗第三期临床表现较好效果，全球疫情有望逐步得到防控，我们预计2021全年业绩能明显改善，但仍可能录得一定亏损，业绩恢复到正常盈利水平可能需等到2022年甚至2023年，需进行关注。

现金流方面，2020Q1、Q2、Q3公司经营活动净现金流分别为-61.26亿元、-5.94亿元和68.18亿元，三季度经营净现金流大幅转正。2020Q1、Q2、Q3公司投资活动净现金流分别为-14.03亿元、-26.88亿元和-14.39亿元，第三季度自由活动现金流转正，第三季度公司处于净偿债阶段，筹资净现金流流出，四季度为航空淡季，自由活动现金流可能下降。整体来看，疫情影响下，公司第三季度业绩和经营净现金流明显改善。

债务负担处于三大航中最高水平。因经营租赁负债的入表，公司2019年合并报表负债率上升，截至2020年9月末公司合并报表负债率为78.90%，高于同期中国国航的69.85%和南方航空的73.37%。

2020年9月末总债务约1824.43亿元，债务规模较2019年末有一定上升，债务中短期债务约712亿元，账面货币资金90.74亿元，对短期债务覆盖率约13%，低于南航和国航。

公司定增符合预期，有望增厚净资产，提升财务稳定性。此前东航集团进行了310亿元增资混改协议属于政府对企业支持政策的落实，符合我们的预期。疫情影响下，东方航空经营和流动性压力加大，因大额亏损净资产被明显侵蚀，财务稳定性下降。东航集团为国务院国资委全资子公司，集团层面业务很少，绝大部分业务和债务由子公司东航航空承担。近年来由于东航和南航扩张较快，整体盈利水平低于国航，整体杠杆率水平偏高。2020年南航集团通过其2019年混改引资的300亿元对南航股份进行了增资抵消了亏损对净资产的侵蚀，杠杆率水平有所下降。东方航空负债率最高，2020年6月末为78.84%，账面货币资金规模和货币资金对短期债务的保障比例最低。在南航股份增资后，其增资需求相比国航更迫切。

此次定增符合预期，根据我们的测算，东方航空增资108亿元后，其资产负债率有望下降3.8个百分点至75.10%，杠杆率有所下降，财务稳定性提升，整体抗风险能力增强。

再融资能力强，融资渠道通畅。截至2019年末，公司未使用额度500.61亿元，未使用授信额度充足，公司为上市公司，融资渠道畅通。截至2019年末公司受限资产合计72.43亿元，占总资产的2.56%，主要为飞机及发动机，货币资金未受限。截至2019年末，公司无对外担保。

主体资质总结：公司是三大国有航空集团之一，行业地位突出，航线资源优质。疫情重创全球航空业，我国民航业上半年巨亏，三季度减亏。公司一季度业绩大幅亏损，二三季度减亏，但前三季度亏损额仍较大，侵蚀净资产，第三季度经营活动净现金流大幅流入，但前三季度自由现金流仍存在一定缺口。虽然油价大幅下跌和政策支持将减缓公司成本和现金流压力，但2020年全年业绩仍将面临大额亏损，公司预告亏损额符合我们此前的预期。公司定增举措也符合预期，能提升公司财务稳健性，公司债务负担在三大航中最高，但整体再融资能力强，融资渠道通畅。整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响极小，考虑疫情的不确定性，对公司信用资质展望为负面。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：中国东方航空股份有限公司 20210204

主体跟踪报告：中国东方航空股份有限公司 20201115

主体跟踪报告：中国东方航空股份有限公司 20200824

主体跟踪报告：中国东方航空股份有限公司 20200331

主体覆盖报告：中国东方航空股份有限公司 20190815

本报告仅供"广发银行—SOA"使用

21 广州国资 MTN001

返回

<table>
<tr><td rowspan="8">债券基本信息</td><td>债券全称</td><td colspan="6">广州国资发展控股有限公司 2021 年度第一期中期票据</td></tr>
<tr><td>债券类型</td><td colspan="2">中票</td><td colspan="2">发行规模</td><td colspan="2">15.0 亿元</td></tr>
<tr><td>发行日期</td><td colspan="2">2021-03-10</td><td colspan="2">发行期限</td><td colspan="2">3 年</td></tr>
<tr><td>增信方式</td><td colspan="6">-</td></tr>
<tr><td>特殊条款</td><td colspan="6">-</td></tr>
<tr><td>第一大股东</td><td colspan="6">广州市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)</td></tr>
<tr><td>主承销商</td><td colspan="6">上海浦东发展银行股份有限公司,中国工商银行股份有限公司</td></tr>
<tr><td>外部评级</td><td colspan="2">AAA/AAA,稳定</td><td colspan="2">评级机构</td><td colspan="2">中诚信国际信用评级有限责任公司</td></tr>
<tr><td rowspan="2">兴业观点</td><td>兴业评分</td><td colspan="2">2/2，稳定</td><td colspan="2">兴业参考收益率</td><td colspan="2">3.60%</td></tr>
<tr><td>兴业参考曲线</td><td colspan="6">3 年期评分 2 兴业产业债收益率曲线(3.6193,2021/03/08)</td></tr>
<tr><td rowspan="4">相同发行人</td><td>债券简称</td><td>债券余额</td><td>发行日</td><td>票面利率</td><td>剩余期限</td><td>最新估值</td><td>超额利差</td></tr>
<tr><td>19 广州国资 MTN001</td><td>15.0 亿</td><td>2019-08-21</td><td>3.64%</td><td>3.46 年</td><td>3.84%</td><td>10.83BP</td></tr>
<tr><td>18 穗发 01</td><td>22.0 亿</td><td>2018-04-17</td><td>4.84%</td><td>2.12 年</td><td>3.47%</td><td>9.74BP</td></tr>
<tr><td>17 穗发 01</td><td>30.0 亿</td><td>2017-04-21</td><td>4.70%</td><td>1.13 年</td><td>3.23%</td><td>11.53BP</td></tr>
</table>

最新报告

事件:

广州国资发展控股有限公司（以下简称“公司”或“海淀国资”）发布 2020 三季度财报。截至 2020Q3，公司总资产 818.84 亿元，实现营收 295.18 亿元。同期末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.48%和 49.49%。

核心风险点:

1、主业盈利能力较弱，利润对投资收益依赖较大

点评:

公司电力业务具有很强区域优势，竞争力强。电力业务是公司核心业务，公司目前发电资产主要分布在珠江三角洲地区，是广东省三大电力企业之一，同时也是广州市最大的发电企业。公司电源结构以火电为主（分为煤炭发电和天然气发电),截至 2020 年 3 月末,公司可控装机容量为 482.4 万千瓦,其中火电可控装机容量为 394.88 万千瓦，风电可控装机容量为 30.3 万千瓦，光伏装机容量 57.25 万千瓦。公司电力业务运营主体为上市子公司广州发展（600098.SH)。公司 2016 年-2019 年火电机组利率小时数分别为 4120 小时、4150 小时和 4216 小时、3964 小时，高于同期广东省平均利用小时数。2014 年-2016 年，广东省连续三年下调燃煤机组上网电价，并加快推进电改进度，由于市场电电价根据市场竞争决定，广东省电力市场竞争激烈。2017 年-2019 年公司火电平均上网电价分别为 0.4569 元/千瓦时、0.4567 元/千瓦时、0.4661 元/千万时。2017-2019 年公司上网电量分别为 153.6 亿千瓦时、156.4 亿千瓦时、147.9 亿千瓦时。

新能源方面主要包括风电和光伏，机组平均利用水平较高，目前体量较小。2019 年光伏和风电机组利用小时数分别为 1060 小时和 2617 小时。根据国务院此前印发的《能源发展战略行动计划（2014-2020 年)》，风电、光电将在 2020 年实现平价上网。2019 年公司新能源光伏和风电售电价分别为 0.85 元/千千瓦时、0.5289 元/千瓦时，新能源销售电价向下调整仍是新能源业务未来的风险因素。

天然气业务区域龙头优势显著，收入及盈利稳定。公司燃气业务由广州燃气集团有限公司（以下简称“广州燃气”)、广州南沙发展燃气有限公司以及广州东部发展燃气有限公司负责运营。国内燃气行业以五大燃气集团为第一梯队，公司燃气业务运营主体属于区域性燃气公司，虽然整体规模与行业大型燃气集团存在较大差距，但我国城市管道燃气行业实行特许经营权政策，。公司燃气业务在区域内具有专营优势，经营情况稳定。广州燃气

统筹广州市城市燃气高压管网建设和购销，覆盖广州市全区高、中压管网。2019 年完成天然气销售量 15.90 亿立方米。居民用户约 193 万户，燃气管道长度为 5513 公里。气源方面，公司天然气主要从中石油、中石化以及广东大鹏等处购买。2019 年燃气板块毛利率为 19.34%，盈利较去年下降 5.8 个百分点。

煤炭燃油产业链完备，营收保持增长，但毛利率较低。公司煤炭和油品的物流及销售运营主体为孙公司广州发展燃料集团有限公司（以下简称“燃料公司”）。煤炭方面，公司投资煤矿集团并拥有码头、船舶和料仓，物流产业链较为完备，2019 年实现市场煤销售量 2564 万吨，同比增长 7.0%，但由于煤炭价格下跌，营收负增长。油品方面以仓储销售业务为主，2018-2019 年成品油销售量为 33 万吨、101 万吨。总体来看，能源物流板块营收保持增长，但毛利率较低。

公司啤酒业务所处行业竞争激烈，消费市场主要集中在华南地区。公司啤酒业务运营主体为珠江啤酒（002461.SZ），主要市场为广东省，广西以及海南省部分地区，在广东省内市占率约为 30%。2019 年珠江啤酒拥有酿造产能 230 万千升/年，灌装产能为 210 万吨/年，销量为 125.79 万吨。2017 年-2019 年吨酒营业收入分别为 2992 元、3191 元、3300 元，毛利率为 38.59%、38.99%、45.80%，处于行业平均水平。主要原材料大麦麦芽与啤酒花均通过进口，原材料成本占比高，一旦出现价格大幅波动将对公司啤酒业务盈利能力造成较大影响。

主业盈利能力较弱，投资收益对利润贡献较大。2017-2019 年及 2020Q3，公司营业收入分别为 287.98、357.44、414、90、295.18 亿元。同期主业利润分别为 2.46、-2.48、4.60、11.99 亿元。同期净利润分别为 13.28、7.59、15.43、23.15 亿元，投资收益分别为 15.97、4.61、10.30、14.19 亿元，净利润主要来自投资收益。

资产质量尚可，流动性一般。截至 2020Q3，公司总资产 818.84 亿元，主要构成为：货币资金（138.07 亿元）、可供出售金融资产（133.14 亿元）、长期股权投资（118.13 亿元）、固定资产（208.40 亿元）。公司货币资金受限程度低；可供出售金融资产和长期股权投资主要为公司投资的上市公司和电力等企业，资产质量较好。

获现能力强，经营活动现金流为持续净流入。公司获现能力较强，收现比保持在 110%以上。经营性净现金流持续流入，但受上网电价波动影响，公司经营性净现金流波动较大。公司经营活动净现金流 2017 -2019 年和 2020Q3 分别为 27.14、19.22、46.12、35.38 亿元；同期投资活动净现金流分别为-130.70、6.92、-32.85、0.19 亿元。2017 年公司投资性净流出规模较大，主要系公司参加长江电力增发并收购靖海电厂所致。

公司债务负担一般，以长期债务为主，偿债压力不大。截至 2020Q3，公司资产负债率为 56.48%，全部债务资本化比率为 49.49%；同期末，公司有息负债规模为 349.16 亿元，其中短期债务 105.89 亿元，货币现金对短期债务覆盖倍数为 1.30 倍，覆盖较为充足。截至 2019 年末，公司 EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 分别为 3.97、7.42 倍，经营偿债能力一般。考虑到公司备用流动性充足，整体来看公司偿债压力不大。

主体资质总结：公司是广州国资委旗下的核心子公司，股东支持力度大，公司电力、燃气等业务具有很强区域优势。煤炭燃油产业链完备，营收保持增长，但毛利率较低。啤酒业务所处行业竞争激烈，消费市场主要集中在华南地区。盈利方面，公司主业盈利能力较弱，投资收益对利润贡献较大。公司资产规模较大，质量尚可，流动性一般。获现能力强，经营活动现金流为持续净流入。公司债务负担一般，以长期债务为主，偿债压力不大。整体来看，公司违约概率很低，外部经济、融资条件的变化对主体偿债能力影响很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：广州国资发展控股有限公司 20210107

主体跟踪报告：广州国资发展控股有限公司 20200607

主体覆盖报告：广州国资发展控股有限公司 20190804

21 淮安城资 MTN002

返回

债券基本信息	债券全称	淮安市城市资产经营有限公司 2021 年度第二期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		7.5 亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		3 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	出售/转移重大资产,对外提供重大担保,控制权变更条款					
	第一大股东	淮安市国有联合投资发展集团有限公司(持股比例 100%)					
	主承销商	兴业银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/AA+,稳定		评级机构		上海新世纪资信评估投资服务有限公司	
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定		兴业参考收益率		4.32%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3 兴业城投债收益率曲线(4.2019,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 淮安城资 MTN001	10.0 亿	2021-01-18	4.80%	2.87 年	4.67%	86.21BP
	17 淮安城资 PPN001	4.5 亿	2017-05-16	5.67%	1.19 年	3.48%	-
	PR 淮城债	4.8 亿	2015-04-22	5.70%	1.13 年	3.47%	14.49BP

最新报告

调整理由：为了实现城投公司评分与产业评分的可比性，并提升投机档评分的区分度，按照新评分定义，根据相对排序的结果及城投评分中枢位置（详见报告《城投及地产评分分布探析》），对城投公司评分进行调整。

事件一：

为了实现城投公司评分与产业评分的可比性，并提升投机档评分的区分度，按照新评分定义，根据相对排序的结果及城投评分中枢位置（详见报告《城投及地产评分分布探析》），对城投公司评分进行调整。

事件二：

更新公司 2019 年年报及 2020 年一季报。截至 2019 年末，公司资产负债率 49.16%，总债务 239.17 亿元，短期有息债务 89.20 亿元。2019 年，公司经营活动净现金流 36.99 亿元，投资活动净现金流 0.05 亿元。截至 2020Q1，公司资产负债率 49.30%，总债务 241.66 亿元，短期有息债务 94.18 亿元。

点评：

江苏省经济及财政实力很强，淮安市债务负担较重。根据江苏省 2019 年统计公报，2019 年江苏省实现 GDP99631.52 亿元，可比增速为 6.1%，GDP 总量在全国 31 个省市中排名第二，仅次于广州。人均 GDP 为 12.36 万元，仅次于北京和上海。2019 年三次产业结构为 4.3:44.4:51.3。根据江苏省 2019 年财政预算执行报告，2019 年江苏省综合财力约为 22469.33 亿元，一般预算收入实现 8802.36 亿元，同比增长 2.0%（同口径增长 12.6%），其中税收收入占比 83.38%，收入质量较高。2019 年财政收支平衡率为 70.00%，财政自给程度尚可。2019 年政府性基金收入完成 9249.59 亿元，同比增长 12.49%。截至 2019 年末，江苏省地方政府直接债务余额为 14878.38 亿元，地方政府债务率为 66.22%。截至 2018 年末，江苏省发债融资平台有息债务/综合财力约为 233.07%，整体看政府债务负担偏重。

淮安市为江苏省北部地级市，2018 年淮安市共实现 GDP3601.3 亿元，在省内排名靠后，人均 GDP7.32 万元，高于全国平均水平。淮安市下辖平台数量较多，城投债务规模较大，广义债务率超 300%，债务负担较重。

公司为淮安市主平台之一，政府支持力度大。淮安市平台数量较多，公司为 4 家市级平台之一，在淮安市城投体系中地位突出，是市级主要的基础设施及保障房建设、土地整理主体，业务公益性较强，政府支持力度大。

公司资产规模较大，以应收款项、基建成本和土地为主，流动性较弱，部分资产使用效率较低。截至 2019 年末，

公司总资产1049.93亿元，流动资产占比55.72%。公司资产主要包括货币资金7.74%、应收账款5.64%、其他应收款22.52%、存货18.91%、投资性房地产14.52%、生物性生物资产10.32%、其他非流动资产8.89%。截至2019年末，公司货币资金81.23亿元，同比增长48.31%，包含受限资金21.64亿元。应收账款59.21亿元，主要为政府部门欠款，回收风险较小。其他应收款236.46亿元，同比增长30.09%，主要为与政府部门及其他平台往来款，规模持续增长，对公司资金占用较多。存货198.52亿元，主要为土地及开发成本190.79亿元，流动性较弱。投资性房地产152.50亿元，主要为土地105.72亿元和万达广场项目46.78亿元，后者尚未办妥产权证。生物性生物资产108.36亿元均为树木及绿化。其他非流动资产93.39亿元，主要为政府划拨的公益性道路资产。

负债水平合理，流动性充裕，融资环境较好，债务周转压力较小。截至2020Q1，公司资产负债率49.30%，负债水平较为合理，总债务241.66亿元，债务负担尚可，债务规模相对保持稳定。截至2020Q1，公司短期债务94.18亿元，货币资金比短期债务为0.91，覆盖较充足，且公司直接和间接融资渠道通畅，融资环境持续向好，融资成本降低，债务周转压力较小。

现金流表现良好。2019年，公司经营活动净现金流36.99亿元，投资活动净现金流0.05亿元，自由现金流保持净流入状态，主要为往来款流入，近年筹资活动现金流持续净流出，对外部融资依赖程度不高，无筹资压力。

兴业研究主体评分为3，对应原体系3，展望为稳定。淮安市经济财政实力较强，但债务负担较重。公司是是市级主要的基础设施及保障房建设、土地整理主体，业务公益性较强，地位突出，政府支持力度大。公司资产规模较大，以应收款项、基建成本和土地为主，流动性较弱，部分资产使用效率较低。公司负债水平合理，现金流表现良好，对外部融资依赖程度不高，债务规模保持稳定，流动性充裕，融资环境较好，债务周转压力较小。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性很小。
最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：淮安市城市资产经营有限公司 20200524

主体覆盖报告：淮安市城市资产经营有限公司 20191104

21 豫交运 MTN001

返回

债券基本信息	债券全称	河南省交通运输发展集团有限公司 2021 年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		15.0 亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		3 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	河南省交通运输厅(持股比例 100%)					
	主承销商	中国银行股份有限公司,招商银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定		兴业参考收益率		3.95%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3 兴业产业债收益率曲线(3.8911,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20 豫交运 MTN006	15.0 亿	2020-10-13	3.84%	2.61 年	3.93%	37.05BP
	20 豫高管 MTN004	21.0 亿	2020-06-18	3.69%	2.29 年	4.57%	108.62BP
	20 豫高管 MTN003	20.0 亿	2020-05-15	3.30%	2.20 年	4.54%	107.54BP

最新报告

事件:

公司公布 2020 三季报，2020 前三季度公司实现营业收入 106.53 亿元，同比下降 6.79%，实现净利润 46.08 亿元，同比下降 13.74%，实现经营活动净现金流 86.67 亿元，同比下降 6.02%。

核心风险点:

1、在建高速公路项目较多，面临较大资本支出压力。

2、资产受限比例较大，流动性较弱。

3、永煤违约事件对公司融资环境产生一定冲击，近期债券存在取消发行情况。

点评:

通行费收入稳定增长，路产运营情况较好。截至 2020 年 9 月末，公司已通车收费公路 40 条，同比增加 3 条，其中委托河南交投下属全资子公司河南高速公路发展有限公司代管高速公路 9 条，通车里程 2840.59 公里，全部为政府收费还贷高速公路，运营路产占省高速公路总里程的 4 成，经营路段地理位置较优。公司运营的主要高速公路包括京港澳高速、长济高速、晋新高速、沪陕高速、京珠高速、二广高速和连霍高速等，在国家交通主干线网中居于重要地位。2019 年公司实现通行费收入 134.86 亿元，同比下降 6.58%，收入下滑主要系收到的财政返还超出预算部分的通行费收入减少所致，占总营收 97.50%，单公里通行费收入约 483 万元，高于行业平均水平（375 万元），收益质量尚可。

2020 前三季度业绩好于同行，疫情冲击小。为减轻疫情对工商业企业物流成本压力，2020 年 2 月 15 日，交通部发布通知，自 2020 年 2 月 17 日起至疫情结束，全国收费公路免收车辆通行费。叠加春节期间全国收费公路免费延长，公司 2 月份以来几乎没有通行费收入。但因为公司收入为财政返还，财政对疫情免费带来的通行费收入进行了补偿，所以使得公司 2020 前三季度通行费收入并没有出现大额下滑，好于同行市场情况。2020 年前三季度公司实现收入 106.53 亿元，同比下降 6.79%，实现净利润 46.08 亿元，同比下降 13.74%，经营活动净现金流为 86.67 亿元，同比下降 6.02%，业绩和现金流明显好于同行业收费公路公司。

收费权受限较重，流动性较弱。截至 2019 年末，公司总资产 2198.73 亿元，较 2018 年末同比增长 12.00%，资产增长相对平稳，资产主要由非流动资产构成，占比 89.82%，符合行业特征。公司资产中占比较大的前几项为，

固定资产占比 63.01%，无形资产占比 16.98%，在建工程占比 9.81%，货币资金占比 8.44%，其中固定资产主要是公路资产。公司资产结构较稳定，2020 年 9 月末资产结构未发生明显变化。截至 2020 年 9 月末，公司受限资产 1150.92 亿元，主要是高速公路收费权，占公司资产总额的 50.24%，受限比例较大，资产流动性较弱。

收入规模较大，盈利能力较强。2017-2019 年公司营业收入分别为 109.40 亿元、147.92 亿元、138.32 亿元，因主要公路进入成熟期，折旧下降，毛利率较高，主业盈利能力较强，同期主业利润分别为 29.41 亿元、61.60 亿元、51.11 亿元，2017-2019 年公司净利润分别为 29.09 亿元、59.04 亿元、50.09 亿元，2019 年收入和净利润下滑主要因结算因素影响，实际车流量同比有所增长，公司盈利能力仍较强。

债务负担尚可，经营偿债能力较强。截至 2020 年 9 月末，公司资产负债率为 65.04%，全部债务资本化比率为 63.70%，债务负担较 2019 年末有所下降，明显好于同行业公司。截至 2020 年 9 月末，公司有息债务 1405.56 亿元，短期有息债务 210.15 亿元，货币资金比短期债务为 0.66，覆盖率较高，叠加公司经营净现金流规模较大，公司短期偿债压力尚可。公司有息债务/通行费收入（2019 年数据）为 10.42，通行费收入/利息支出为 2.15，经营偿债能力较强，且考虑到公司作为河南省收费还贷公路建设、投融资和运营管理主体，在税收政策、资金补助等方面可获得政府的大力支持，公司整体偿债压力可控。

银行授信规模较大，融资环境较好。截至 2020 年 9 月末，公司获银行授信总额 2867.10 亿元，未使用授信额度 1725.16 亿元，有较强的备用流动性，间接融资渠道尚可。截至 2020 年 9 月末，公司无对外担保。

值得关注的是，近期永煤债券违约事件对河南省国企融资产生了较大负面冲击，尤其是债券市场融资，公司近期债券取消发行，影响公司债务续作。但公司债券余额占总债务体量并不大，存量债约 297 亿元，占总债务的 21%，且考虑公司较强劲的经营净现金流，短期债券市场融资不畅对公司信用资质影响可控。

主体资质总结：公司为河南省交通投资建设的两大国有投资主体之一，主要负责收费还贷高速公路的投融资建设及运营，政府支持力度较大。公司经营路段区位优势较强，整体盈利能力尚可。公司路网规模基本稳定，通行费收入稳健增长，但受结算因素影响，2019 年收入和经营净现金流下降。因财政补贴疫情免费带来的收入下降，公司前三季度收入、净利润和经营现金流表现明显好于同行企业。公司负债率小幅下降，短期偿债压力可控，近期永煤债券违约市场对公司融资产生一定冲击，但考虑公司自身产生现金流能力强，债券融资占比不大，整体信用资质影响可控。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：河南省交通运输发展集团有限公司 20201119

主体跟踪报告：河南省收费还贷高速公路管理有限公司 20200514

主体跟踪报告：河南省收费还贷高速公路管理有限公司 20200416

主体覆盖报告：河南省收费还贷高速公路管理有限公司 20190927

21 慈溪建投 MTN001

返回

债券基本信息	债券全称	慈溪市建设投资集团有限公司 2021 年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		3 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	慈溪市国有资产投资控股有限公司(持股比例 100%)					
	主承销商	杭州银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/AA+,稳定		评级机构		大公国际资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3/3，稳定		兴业参考收益率		4.30%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3 兴业城投债收益率曲线(4.2019,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	19 慈建 02	10.0 亿	2019-07-30	4.88%	3.40 年	4.44%	39.24BP
	20 慈溪建投 MTN001	5.0 亿	2020-09-17	3.90%	2.54 年	3.98%	25.64BP
	19 慈建 03	12.0 亿	2019-09-18	4.65%	3.54 年	4.48%	40.08BP

最新报告

事件:

慈溪市建设投资集团有限公司（以下简称“慈溪建投”或“公司”）公告 2019 年年报。2019 年公司实现营业收入、净利润分别为 15.18、2.56 亿元。截至 2019 年末，公司总资产、负债分别为 724.28、468.07 亿元，资产负债率由 2018 年的 72.82%降至 2019 年的 64.63%。

核心风险点:

慈溪市债务负担较重。

点评:

浙江省财政实力强且财政收入规模持续增长,区域债务负担不重。2019 年浙江省综合财力为 20441.88 亿元。2019 年浙江省实现一般预算收入 7048 亿元，同比增长 6.8%，其中税收收入金额为 5898.17 亿元，税收收入占比为 83.69%。财政自给程度高，财政收支平衡率为 70.11%。2019 年浙江省实现政府性基金收入为 10607.82 亿元，增长 21.4%，主要系土地出让情况较好所致。2019 年浙江省政府直接债务余额/综合财力为 60.22%。2018 年，浙江省发债城投平台债务余额为 21239.54 亿元，按此估算占 2019 年综合财力比重为 103.90%。

所属区域为宁波市慈溪市，经济发展水平较高，财政实力较强，但区域债务负担较重。慈溪市地处东海之滨，杭州湾南岸，经济总量位于宁波市下辖区县上游水平，高于全国平均。慈溪市财政实力较强，但区域债务负担较重。2019 年宁波市慈溪市实现 GDP 1898.64 亿元，GDP 可比增速为 6.2%，按常住人口计算的人均 GDP 为 12.27 万元，经济发展水平较高。2019 年慈溪市综合财力为 253.16 亿元，其中一般预算收入为 112.93 亿元，财政自给率为 78.89%，财政自给程度尚可。2019 年慈溪市政府直接债务/综合财力为 43.38%，2019 年区域内发债城投平台有息债务/综合财力为 329.00%，债务负担较重。

公司主要负责慈溪市内城市基础建设，保障性住房、拆迁安置房建设及土地开发管理等业务，慈溪市共有 2 家发债城投平台，公司资产规模在慈溪市下属发债融资平台中位列第 2，资产规模尚可，在区域内城投地位尚可。公司主营业务盈利能力较弱，盈利依赖政府补贴，政府补贴支持力度较好。2017-2019 年，公司主业利润分别为-2.31、-1.00 和-2.64 亿元，其他收益分别为 3.10、1.50 和 5.10 亿元。

公司资产大幅增长，资产以存货、其他应收款和无形资产为主，公益性较强，流动性偏弱。2019 年慈溪市政府将慈溪市滨海经济开发区内工业园区基础设施建设主体园区投控无偿划入公司，公司资产规模大幅增长，资产结构变化不大。截至 2019 年末，公司资产总计 724.28 亿元，主要为存货（387.55 亿元，占比 53.51%）、其他应收款（119.50 亿元，占比 16.50%）、无形资产（95.47 亿元，占比 13.18%）和货币资金（50.98 亿元，占比 7.04%）。公司存货主要为预付的建筑开发成本、前期土地开发、保障房开发等整理费用以及完工的保障房及代建工程项目。其他应收款主要为应收慈溪经投、慈溪城建、慈溪市景观大道综合改造工程指挥部、慈溪市慈东城镇建设投资开发有限公司的往来款、保证金、备用金等。无形资产主要为土地使用权和软件，2019 年公司无

形资产同比增加 49.21 亿元，主要是新增大量农业及工业用地。

债务率有所下降但仍略高。公司有一定短期偿债压力，但债券短期兑付压力较小。获益于公司无偿划入园区控股股权，公司 2019 年所有者权益由 106.39 亿元大幅增长至 256.21 亿元。2016-2019 年，公司有息债务分别为 172.17、214.22、230.26 和 354.54 亿元，资产负债率分别为 76.47%、78.68%、72.82%和 64.63%，全部债务资本化比率分别为 72.63%、75.50%、68.40%和 58.05%，整体来看公司债务负担偏重。公司有一定的短期偿债压力，截至 2019 年末，短期债务为 86.32 亿元，货币资金为 50.98 亿元，货币现金/短期债务为 0.59。截至 2020 年 7 月 20 日，公司存量债总额为 34.8 亿元，1 年内无到期回售债券，短期债券兑付压力较小。

公司融资渠道较为通畅，对外担保规模不大，或有风险可控。截至 2019 年末，公司所获银行授信额度 304.89 亿元，未使用授信额度为 76.20 亿元，剩余银行授信额度尚可，同时公司存在已获批尚未发行的债券或债务融资工具发行额度 18 亿元，融资渠道通畅。公司债券融资环境有所改善。截至 2019 年底，公司受限资产规模为 53.92 亿元，主要是无形资产和货币资金受限，用于银行贷款质押，受限比率不高。公司对外担保余额为 27.79 亿元，占净资产比重为 10.85%，主要担保对象为区域内国有企业，对外担保比率不高，或有风险可控。

主体资质总结：公司为宁波市慈溪市城投平台，慈溪市在浙江省及宁波市下属区县中经济发展水平较高，财政实力较强，但区域债务负担较重。慈溪市有 2 家发债城投平台，公司业务规模和范围尚可，在区域内城投地位尚可。公司是慈溪市城市基础设施建设业务的重要主体，核心业务涵盖城市基础建设，保障性住房、拆迁安置房建设及土地开发管理等业务，业务和资产公益性较强。公司债务负担偏重，有一定短期偿债压力，但债券短期偿付压力较小。公司融资渠道较为通畅，对外担保规模不大，或有风险可控。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性很小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：慈溪市建设投资集团有限公司 20200724

主体跟踪报告：慈溪市建设投资集团有限公司 20200705

主体覆盖报告：慈溪市建设投资集团有限公司 20191118

21 宿迁经开 MTN001

返回

债券基本信息	债券全称	宿迁市经济开发总公司 2021 年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		3 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	交叉保护条款,出售/转移重大资产					
	第一大股东	宿迁经济技术开发区管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	中国国际金融股份有限公司,南京银行股份有限公司					
	外部评级	AA/AA,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		5.04%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3-兴业城投债收益率曲线(4.8922,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	PR 宿经开	9.6 亿	2017-04-19	5.40%	3.12 年	3.61%	-52.70BP
	17 宿迁开发债	9.6 亿	2017-04-19	5.40%	3.12 年	3.61%	-52.70BP
	20 宿迁经开 MTN001	5.0 亿	2020-09-10	5.80%	2.52 年	6.16%	219.27BP

最新报告

事件:

宿迁市经济开发总公司（以下简称“公司”）披露 2020 年三季报。2020 年 1-9 月，公司经营活动现金流净额为 6.56 亿元，投资活动现金流净额为-1.52 亿元。截至 2020Q3，公司总资产 464.64 亿元，资产负债率为 68.39%。

核心风险点:

债务负担较重，债务期限结构欠佳;

对外担保规模大，部分对民企的担保已经逾期，或有风险较大;

点评:

宿迁市经济及财政实力稳步增长，债务负担偏重。宿迁市 2019 年实现 GDP3099.23 亿元，在江苏省 13 个地级市中排名末尾，但在全国范围内来看仍处地级市较好水平，2019 年 GDP 可比增速为 7.0%，人均 GDP 为 6.28 万元，略低于全国平均水平。2019 年宿迁市综合财力 673.14 亿元，一般预算收入完成 212.6 亿元，同比增长 3.1%。政府性基金收入完成 259.30 亿元，同比增长 95.33%。截至 2019 年末，宿迁市地方政府债务余额 666.63 亿元，地方政府债务率为 99.03%; 区域内发债融资平台有息债务/综合财力约为 156.22%，整体看政府债务负担偏重。

宿迁经开区经济及财政规模一般，区域土地价值一般，债务负担较重。宿迁经开区为江苏省宿迁市下属国家级开发区，位于宿迁市中心城区南部、宿城区中北部，区位条件尚可。宿迁经开区 2017 年 GDP 为 312.03 亿元，2018、2019 年 GDP 数据未披露。2019 年综合财力为 64.11 亿元，一般预算收入完成 34.87 亿元，同比增长 7.79%;政府性基金收入完成 22.96 亿元，同比增长 26.78%，区域内工业用地的成交楼面价约 120-150 元/平米，商业用地成交楼面价约 1800 元/平米，宅地成交楼面价在 2000-5000 元/平米不等，区域土地价值一般。截至 2019 年末，宿迁经开区地方政府直接债务余额 33.30 亿元，地方政府债务率为 51.94%; 区域内发债城投平台有息债务 220.74 亿元，与综合财力之比约为 344.31%，整体看债务负担较重。

公司仍为宿迁经开区的核心发债城投平台，公益性较强，政府支持力度大。宿迁经开区共有 2 家发债城投平台，除公司以外，另一家城投平台是宿迁市湖滨新城投资开发有限公司，由公司间接控股，主要负责湖滨新区内的城投及保障房业务。公司主要负责经开区范围内的基础设施建设和保障房建设，资产以代建项目成本、其他应收款为主，公益性较强。公司获得政府较大支持，2019 年宿迁经开区管委会对公司增资 30 亿元，公司获得政府补助 7.01 亿元。

基建业务回款情况较好，后续资本开支压力尚可。公司基础设施建设业务模式未发生变化，仍采取委托代建模式，由宿迁经开区管委会及湖滨新区管委会负责回购，部分项目完工后可产生少量经营性收入，则由公司运营。2019 年公司确认基建业务收入 21.54 亿元，收到回款 21.64 亿元，回款情况较好。截至 2020Q1，公司在建基建项目总投资 96.02 亿元，尚需投资 13.69 亿元，无拟建项目，资本开支压力尚可。2020-2022 年公司预计回购金额分别为 27.96、21.35、14.61 亿元，未来现金流仍有一定保障。

保障房业务收入波动较大，回款情况尚可。公司保障房业务包括公租房、安置房等，公租房由经开区管委会按投资成本回购，安置房则采取免费置换+成本价销售+市价销售结合的模式。2019 年公司确认房地产销售收入 3.40 亿元，同比下降 76.62%，收入波动较大。截至 2020Q1，公司在售房地产项目计划总投资 17.80 亿元，已投资 20.04 亿元，已回款 15.88 亿元，剩余可售面积 14.96 万平方米，预计剩余回款 6.41 亿元。同期末，在建房地产项目总投资 11.00 亿元，尚需投资 9.00 亿元。

资产结构仍以往来款和存货为主，变现较依赖政府回款。截至 2020Q3，公司总资产 464.64 亿元，较 2019 年末增长 1.76%，资产结构基本保持稳定，其中其他应收款 167.90 亿元，主要是对政府及区域内其他平台企业的往来款，受往来款收回影响较 2019 年末下降 45.34 亿元，资产占比下降至 36.13%。同时货币资金增加至 50.02 亿元，较 2019 年末增加 23.66 亿元。存货 176.05 亿元，资产占比 37.89%，以城建工程成本和土地使用权为主。在建工程 21.84 亿元，占比 4.64%，主要是宿迁市保税物流园、台商产业园等项目成本，在建工程中的项目完工后由政府回购，但后续经营管理仍由公司承担，可产生少量经营性收入。

往来款回收带动经营性现金流改善，净融资规模下降。公司回款情况尚可，但往来款规模较大，对经营活动现金流造成较大扰动，2020 年 1-9 月，往来款由 2019 年的大额净流出转为净流入带动经营性现金流改善，当期经营活动现金流净额为 6.56 亿元。同期投资活动现金流净额为-1.52 亿元，筹资活动现金流净额为 9.61 亿元，净融资规模下降。

债务扩张较快，债务期限结构欠佳。受项目投入较大影响，公司债务扩张较快，杠杆水平较高。截至 2020Q3，公司资产负债率 68.39%，全部债务资本化比率为 63.52%，分别较 2019 年末变动 1.39pct、4.09pct。期末总债务为 255.73 亿元，较 2019 年末增加 34.99 亿元，其中短期债务为 115.83 亿元，占总债务的比重上升至 45%，货币资金/短期债务为 0.43 倍。整体看偿债较依赖政府回款和债务滚动。考虑到公司持续获得政府较大支持，宿迁市经济财政实力尚可，上级政府江苏省综合实力很强，且公司外部融资环境尚可，偿债风险总体可控。截至 2019 年末，公司共获得银行授信额度 83.00 亿元，未使用额度 41.06 亿元。

对外担保规模大，部分对民企的担保已经逾期，或有风险较大。据公司公告，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 61.57 亿元，占 2019 年末净资产的比重为 40.86%，主要是对区域内国企和平台企业的担保，对民企担保余额为 7.40 亿元，其中对江苏运河文化城投资开发有限公司、江苏运河文化创意园发展有限公司、宿迁义乌国际商贸城市场管理有限公司的担保余额分别为 5.89、1.13、0.20 亿元，均已逾期，面临较大的或有风险。

主体资质总结：公司为宿迁经开区核心城投平台，整体公益性较强，资产结构以往来款、代建项目成本、土地为主。受益于往来款回收，2020 年以来公司现金流改善，不过项目投资规模较大仍导致债务规模持续扩张。目前公司债务负担较重，且债务期限结构欠佳，货币资金对短债覆盖程度偏低。整体看公司偿债主要依赖政府回款和债务滚动。公司获政府支持力度较大，宿迁市经济财政实力尚可，且上级政府江苏省实力很强，公司外部融资环境尚可。此外，公司对外担保规模较大，其中对部分民企的担保已经出现逾期，或有风险较高。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：宿迁市经济开发总公司 20201217

主体跟踪报告：宿迁市经济开发总公司 20200604

主体跟踪报告：宿迁市经济开发总公司 20200408

主体覆盖报告：宿迁市经济开发总公司 20190911

21 国联 MTN001

返回

债券基本信息	债券全称	无锡市国联发展(集团)有限公司 2021 年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		10.0 亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		3 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	无锡市国资委(持股比例 63%)					
	主承销商	兴业银行股份有限公司,招商银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		4.25%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3-兴业产业债收益率曲线(4.2179,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	19 国联 01	5.0 亿	2019-04-19	4.57%	3.13 年	3.85%	18.00BP
	18 国联 MTN001	5.0 亿	2018-08-27	4.58%	2.47 年	3.80%	19.65BP
	20 国联 MTN002	10.0 亿	2020-06-23	3.43%	2.31 年	3.76%	27.01BP

最新报告

事件 1:

无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“公司”或“国联集团”）披露 2020 年三季报。截至 2020 年 9 月末，公司总资产 1161.52 亿元，净资产 387.38 亿元。2020 年前三季度，公司实现营业收入 156.09 亿元，同比增长 9.35%，净利润 14.31 亿元，同比增长 1.60%。

事件 2:

2020 年 12 月 28 日公告,无锡市人民政府国有资产监督管理委员会将持有公司 7%的股权无偿划给江苏省财政厅。

核心风险点:

1、券商自营主配信用债，信托自有资产主配非标

2、非金融类不良经营业务规模较大

3、新能源设备及锅炉业务存在一定资金占用，LED 封装业务持续亏损

4、总体债务负担较重，本部债务周转较为依赖外部流动性

点评:

股权划转不改变控股股东和实控人，预计股东支持不变。2020 年 12 月，无锡市人民政府国有资产监督管理委员会将持有公司 7%的股权无偿划给江苏省财政厅。划转后，公司控股股东和实际控制人仍为无锡市人民政府国有资产监督管理委员会，直接持股 63%，通过独资企业无锡市国发资本运营有限公司持股 30%。

区域性中小券商；资管通道业务占比仍较高，底层资产主配非标；大幅增持债券推动自营规模增长，两融业务扩张，股质业务收缩。证券业务由子公司国联证券（601456.SH，直持 22.87%，通过国联信托、无锡市国联地方电力有限公司、无锡民生投资有限公司、无锡一棉纺织集团有限公司、无锡华光环保能源集团股份有限公司分别持股 16.41%、11.22%、3.09%、3.06%、1.22%，截至 2020 年 9 月末均无质押）负责，营业部集中于江苏地区，规模和经营指标处于行业中等水平。2019 年，证券经纪、投行、信用、自营、资管分别贡献营业收入的 29.40%、18.79%、17.65%、26.61%、4.93%；收入和盈利随市场波动，稳定性较弱。

2019 年末，国联证券资管业务受托管理资产规模 388.64 亿元，同比增长 61.40%，其中集合、定向、专项计划

占比分别为 17.62%、78.47%、3.91%，规模分别同比变动-3.10%、82.11%、472.84%，通道业务占比较高。集合计划底层资产以债券和股票为主，分别占 46.61%和 28.53%。定向计划底层资产以非标为主，债券和股票为辅，其中债券和股票分别占 17.49%和 7.74%。

2019 年末，国联证券投资类资产账面价值 83.27 亿元，同比大幅增长 168.66%，其中投向债券（含 ABS）、公募基金、权益（上市公司股票及非上市企业股权）、非标（资管计划等）的占比分别为 83.54%、3.86%、9.18%、2.62%，账面价值分别同比变动 290.49%、4.78%、-18.16%、710.72%。债券投资以信用债为主，ABS 占 3.16%。权益投资中，上市公司股票和非上市企业股权分别占 73.32%和 26.68%；自营权益类证券及证券衍生品与净资本的比为 7.47%，同比下降 2.02 个百分点。非标投资中，持有自行管理的资管计划成本 9686.72 万元，其中自有资金投资自行管理的表外资管计划账面价值 1780.13 万元。

2019 年末，国联证券融资融券业务融出资金余额 46.45 亿元，同比增长 56.71%，其中期限 3 个月以内和 6 个月以上的分别占 27.74%和 54.94%，2019 年两融业务余额月均市场份额 0.442%；担保物市值对融出资金的覆盖度为 320.32%，同比回升 36.04 个百分点。2019 年末，国联证券以自有资金参与股票质押待购回购余额（含并表结构化产品投资的股票质押）27.50 亿元，同比减少 52.12%，其中期限 3 个月以内和 1 年以上的分别占 33.54%和 15.10%；质押股票市值对融出资金的覆盖度为 287.99%，同比回升 85.18 个百分点。2019 年无新增股票质押逾期。

信托自营较激进，通道业务占比较重。信托业务由子公司国联信托（持股 91.87%）负责，规模处于行业中下水平。2019 年末国联信托自有资产 55.77 亿元，同比增长 9.56%，货币资金、贷款和投资类资产分别占 1.45%、4.37%、80.03%；无关注类资产（2018 年末为 0.55 亿元），不良资产 4775 万元，同比增长 1173.33%。投资类资产中非标、股权分别占 15.71%和 84.29%；非标投资中自行发行的信托计划占 33.78%，股权投资主要为 20.51%的国联证券（1456.HK）、9%的无锡银行（600908.SH）、6.35%的宜兴农商银行、3.44%的通用股份（601500.SH）。贷款客户包括常州城建产业发展有限公司 1.46 亿元、海安市新世纪实业有限公司 0.98 亿元。

2019 年末国联信托表外信托资产规模 733.14 亿元，同比减少 9.34%。资金端集合计划、单一计划分别占 33.36%和 66.64%，规模分别同比减少 13.20%和 7.28%，以被动事务管理型信托为主（占 75.87%），通道业务比重仍较高。资产端提供贷款（占 28.41%）和投资类资产（占 71.00%）集中投向非标（占 70.18%）和基建（占 18.80%）。2019 年，国联信托闽兴医药集合信托项目遭遇金融诈骗，涉及金额 3.27 亿元，截至 2019 年末已全额计提资产减值。

不良资产经营业务购自非金融机构的不良持续增长，处置方式以自主清收为主。不良资产经营业务由子公司江苏资管（持股 90%）负责，为江苏省两家地方 AMC 持牌机构之一（另一家为苏州资管），成立时间较早，业务规模较大。

购自金融机构的不良以银行不良包为主，底层资产主要为对光伏、纺织、造船、化工等制造企业以及贸易企业的债权；不良包处置以自主清收为主（通过诉讼追偿、破产清算、债务重组、挂牌转让、以物抵债等方式，处置周期 3-5 年）、合作清收为辅。2017-2019 年，分别收购金融机构不良包 49.63 亿元、39.64 亿元、22.85 亿元，不良包对应资产原值分别为 143.19 亿元、103.62 亿元、82.93 亿元；当期实现处置回款 58.73 亿元、48.73 亿元、57.70 亿元。

购自非金融机构的不良涉及债权、股权、不动产等，涉及行业主要为建筑、房地产；不良处置周期 1-3 年。2017-2019 年，分别收购非金融机构不良 0.2 亿元、21.3 亿元、68.17 亿元，不良对应资产原值分别为 0.2 亿元、25.69 亿元、90.03 亿元；当期实现处置回款 0.2 亿元、3.2 亿元、25.06 亿元。

新能源设备及锅炉业务有一定占款压力，毛利率下行。新能源设备及锅炉业务由子公司华光股份（600475.SH，直持 72.11%，通过独资的无锡国联金融投资集团有限公司持股 1.24%，截至 2020 年 9 月末均无质押）负责。2019 年，市政环保工程订单同比大幅上升 96.08%至 31 亿元，相关收入增长 50.43%至 16.30 亿元；电站工程与服务收入同比减少 69.36%至 7.08 亿元。电站及市政环保工程主要采取 EPC、BOT 模式，业务垫资较重，回款周期较长，形成一定的资金占用。

华光股份锅炉业务技术水平处于第二梯队（第一梯队是三大动力集团下属的上锅、东锅、哈锅），营收基本维稳，目前处于满产状态。2019 年新增锅炉订单 33.72 亿元，以垃圾焚烧、生物质等环保装备占 67%。锅炉原材料设

备、钢管等成本自2017年以来上行，发电企业原材料煤价亦上涨，而热电联产供应电/汽价格联动弹性较小，导致成本上升、电厂投资收益减少，综合毛利率水平亦有所下滑。华光股份控股经营无锡市8家热电厂中的6家，蒸汽供应业务在无锡市占70%-80%的市场份额，上游集中度高。

LED封装业务亏损，行业竞争加剧。公司于2018年对厦门开发晶增资并实现并表，新增LED封装业务。厦门开发晶主要技术均通过并购获得，2015年以1.13亿美元收购美国Bridgelux公司而获得大功率高亮度LED封装技术，2017年以0.3亿美元收购Intematix而获得荧光粉相关专利等。2019年，受中美贸易战，行业产能释放、竞争加剧，以及国外品牌公司调整经营模式为国内贴牌代工等因素影响，产品单价下降；厦门开发晶销售收入同比减少25.85%至21.94亿元，利润总额录得-4.76亿元（上年同期为0.43亿元）。

收入持续增长，盈利稳定性一般。公司为平台型企业，具体经营业务由控股子公司负责，业务多元且协同性较弱。收入主要来自新能源及锅炉设备、纺织品、金属及电产品物流、LED封装、金融服务等；纺织品、金属及电产品物流、新能源及锅炉设备等业务利润空间有限，公司盈利主要依赖金融服务，拥有证券、信托、地方AMC、财务公司、私募、担保等牌照，但业务规模和竞争力在各自领域内较为一般。2018年新并表LED封装业务（厦门开发晶）已持续亏损多年，2019年亏损幅度明显走阔，对公司盈利形成负面影响。公司子公司庞杂，管理费用规模较大，对利润形成一定侵蚀。2017-2019年，公司营业收入分别为134.83亿元、179.54亿元、194.79亿元，净利润在17亿元左右；投资收益对净利润的贡献度在50%以上，稳定性较为一般。

现金流缺口长期存在，本部资金周转严重依赖外部支持。公司将证券、信托、财务公司除自营投资以外的业务资金计入经营现金流，将不良资产处置、自营投资业务计入投资现金流，2018年收缩信用业务规模、2019年债券质押融资规模增长导致经营活动现金流改善；随着业务规模扩张，公司现金流缺口长期存在，不断推升外部融资规模。

截至2020年9月末，公司并表口径外部融资余额457.14亿元，债务规模继续增长；全部债务资本化比率54.13%，债务负担仍较重。从融资结构来看，同业负债、金融机构借款、债券直融及收益凭证分别占18.64%、30.45%、44.54%，对债券直融依赖度较高；一年内需兑付的占53.62%。从债务分布来看，公司本部、子公司国联证券、江苏资管分别承担2020年9月末合并口径外部融资的30.26%、43.99%、14.47%。

公司本部不从事具体经营，资产以对参控股企业的股权和往来款为主，主要通过分红实现现金流；2020年9月末外部融资的138.35亿元，其中85.54%为债券融资，货币资金比短债为0.50，资金周转依赖外部流动性。

截至2020年9月末，公司共获得银行综合授信256.86亿元，未使用额度166.35亿元，历史借款中抵质押占比低，受限资产规模不大，可为债务周转提供支持。

对外担保规模较大。截至2020年9月末，担保子公司无锡市联合中小企业担保股份有限公司对外担保余额 43.30亿元。除担保子公司外，2020年9月末，公司对外担保余额16.50亿元，担保比率4.26%，主要包括无锡红豆集团有限公司（民企）10亿元、无锡市太湖新城发展集团有限公司4亿元、无锡吴都阖闾文化发展有限公司2.42亿元。

主体资质总结：公司为无锡市国资委旗下整合地方产业的平台，业务多元，涉及新能源及锅炉设备、纺织品、金属及电产品物流、LED封装、金融服务等，协同性较弱。利润依赖金融业务，拥有证券、信托、地方AMC、财务公司、私募、担保等牌照，但业务规模和竞争力在各自领域内较为一般。公司持续扩张业务规模，现金流缺口长期存在；总体债务负担较重，债券直融占比较高，本部资金周转压力较大。考虑到公司股东实力较强，在区域内地位较为重要，外部备用流动性相对充裕，持有多家上市公司股权仍有质押融资空间。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：无锡市国联发展(集团)有限公司 20210105

主体跟踪报告：无锡市国联发展(集团)有限公司 20200611

主体覆盖报告：无锡市国联发展(集团)有限公司 20191106

21金融街资MTN002

返回

债券基本信息	债券全称	北京金融街资本运营中心2021年度第二期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		15.0亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		5年(3+2)	
	增信方式	-					
	特殊条款	调整票面利率条款,回售条款					
	第一大股东	北京市西城区国资委(持股比例100%)					
	主承销商	中信证券股份有限公司,平安银行股份有限公司					
	外部评级	AAA/AAA,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		4.12%	
	兴业参考曲线	3年期评分3-兴业产业债收益率曲线(4.2179,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20金融街资MTN001	17.0亿	2020-08-13	3.50%	4.45年	4.03%	18.77BP
	21金融街资MTN001	10.0亿	2021-01-22	3.68%	4.89年	4.15%	18.82BP
	14金资02	15.0亿	2014-09-04	5.55%	0.50年	3.11%	17.40BP

最新报告

事件:

北京金融街资本运营中心（以下简称“公司”或“金融街中心”）发布2020年三季度财报。2020年前三季度，公司实现营收188.37亿元，净利润13.99亿元，经营活动和投资活动净现金流分别为61.44、-40.45亿元。截至2020Q3，公司总资产2927.985亿元，净负债率为107.44%。

核心风险点:

新增较大规模长期应收款，且细项未作详细披露，需关注该部分款项的回款及资金占用等风险

资产以房地产存货和投资性房地产为主，流动性偏弱，且受限资产占比较高，抵质押融资空间受限

点评:

受合并报表范围增加影响，2019年商品收入大幅增加，追溯调整后营收增速不快。公司以房地产销售业务为主，房地产土地储备充足，项目区位较好。2019年地产业务毛利率下滑幅度较大，但投资收益及公允价值变动收益大幅增长，净利润保持小幅增长，但归母净利润同比下滑。2019年公司自由活动现金流边际有所改善但仍存在缺口。2020年现金流状况继续改善。公司2019年实现营收402.02亿元，同比增长37.11 %，主要原因是2018年12月公司子公司金正资产以2.29亿元受让广安控股持有的菜市口百货5%股权，受让股权后，金正资产持有菜市口百货27.30%股权，为菜市口百货第一大股东并控制菜市口百货，金正资产将菜市口百货纳入合并范围，导致2019年营收增长较快。2019年公司销售商品收入84.31亿元，占公司营收比重为20.97%。若对2018年营收进行追溯调整，2019年公司营收同比增长6%。公司主营业务为房产开发、销售商品、物业及出租、客房餐饮、药品零售批发、其他，营收占比分别为58.04%、20.97%、9.69%、2.51%、2.07%、2.46%，房地产开发和销售商品是公司收入的主要来源，其他业务规模较小，对公司收入结构的影响不大。公司房地产主要由金融街控股经营，销售区域主要集中在北京、上海、广州、天津、重庆等一、二线城市核心区域，销售均价约3万/平米，房地产区位尚可。公司土储较为充足，能够满足未来3-5年左右的开发需求，对房地产的发展形成有力支持。公司旗下上市公司金融街（000402.SZ）2019年获取项目20个， 新增权益建筑面积234万平米（2018年为356万平米），实现权益投资额169亿元（2018年为191亿元），楼面均价约10019元/平米。2019年公司实现销售签约额319亿元（2018年为307亿元），实现销售签约面积118万平米（2018年为107.9万平米）。受公司2019年房地产毛利率下降影响，2019年房地产业务毛利率36.8%（2018年房地产业务毛利率47.4%），同比下滑幅度较大，主要是结转项目成本有所提升所致。但同时公司投资收益及公允价值变动收益大幅增长，使得公司2019

年营业利润、利润总额和净利润分别同比增长 6.4%、2.6%、6%。但公司对主要资产持股比例较低，2019 年归母近利润同比下滑 24%。此外，2019 年公司投资收益和公允价值变动收益占营业利润的 56.7%，公司盈利对投资收益和公允价值变动收益依赖度较大。从盈利能力来看，2019 年毛利率 32.69%、净利率 10.71%，较 2018 年均有所下降。2017-2019 公司 ROE 分别为 3.12%、6.81%、2.15%，位于行业较低水平。整体看，公司盈利能力欠佳。从现金流来看，2017-2019 年公司经营活动分别净流入-101.83 亿元、-115.45 亿元、66.55 亿元，2019 年同比增长 157.64%，系子公司华融基础本期收回中信城五号地块商品房住宅项目本金、金融街财务公司存放中央银行准备金减少所致。从投资活动来看，2017-2019 投资活动现金流分别净流出 122.05 亿元、42.08 亿元、95.38 亿元，2019 年同比下降 126.64%，系 2019 年利率下降，子公司长城保险减少了买入返售金融资产的规模所致。整体看，公司自由现金流缺口有所减小，但依旧存在一定的筹资压力。

2020 年前三季度，公司实现营业收入 188.37 亿元，净利润为 13.99 亿元。经营性、投资性净现金流分别为 61.44、-40.45 亿元，现金流状况继续改善。

资产规模较大，资产流动性偏弱，存货/预收较 2018 年大幅下降，去化程度改善。投资性房地产逐年增长，租金收益率尚可。应收账款规模较小，但较为集中，需要关注回收风险。受限资产占比较大。2020 年，公司账面新增较大规模其他应收款，需关注其回款风险。截至 2019 年底，公司总资产 2783.53 亿元，流动资产占比 56.08%，资产规模较大，流动性一般。总资产中规模较大的主要为存货、投资性房地产、货币资金、可供出售金融资产，规模分别为 879.83 亿元、510.85 亿元、287.86 亿元、234.22 亿元。存货占比 31.61%，主要为房地产开发产品、房地产开发成本、库存商品等，2019 年较 2018 年减少 8.55%，系房地产开发成本减少所致，同时部分存货转入投资性房地产科目，2017-2019 年公司存货/预收账款分别为 7.1、9.1 和 5.8，公司 2019 年房地产去化程度较 2018 年有所提升。2019 年公司投资性房地产占比 18.35%，主要为出租的土地使用权、持有并准备增值后转让的土地使用权、已出租的建筑物；公司采用公允价值计量投资性房地产价值，2019 年购置房屋、建筑物、自房地产或存货转入以及公允价值增加带来投资性房地产账面价值的增加；公司投资性房地产保持稳定增长，对公允价值的变动有一定的依赖，需要持续关注公允价值变动情况。公司 2019 年物业及出租收入 38.94 亿元，较 2018 年增加 2 亿元左右，租金收益率约 7.6%，租金收益率相对尚可。2019 年公司可供出售金融资产占比 8.41%，主要为可出售权益工具，账面余额为 244.99 亿元，累计计提减值准备 10.77 亿元。在建工程方面项目不多，2019 年较 2018 年增加近 2 亿元，主要为新增四达大厦装修建造工程和酒店精装修工程，公司投资压力不大。公司 2019 年应收账款方面占比较小为 1.21%，尚未执行新金融工具准则的应收账款 8.73 亿元；已经执行新金融工具准则的应收账款 26.02 亿元，其中该部分账龄主要集中在 1 年内，账龄结构尚可；应收账款前 5 名合计 23.56 亿元，占当期应收账款的 67.81%，应收账款集中度较高，需要关注回收风险。截至 2019 年底，公司及其合并报表范围内子公司的受限资产合计 464.83 亿元，占比同期净资产 54.28%，占总资产 16.70%，占比较大，其中受限货币资金为 3.63 亿元。

截至 2020Q3，公司资产总计 2927.98 亿元，较 2019 年末增加 144.45 亿元，主要系长期应收款增加 94.96 亿元所致，此外其他资产规模及构成较上年末变动不大。长期应收款细项公司未作披露，需重点关注长期应收款的回款风险。

公司负债率不高，外部融资环境较好，偿债压力可控。截至 2020Q3，公司剔除预收账款之后的资产负债率 68.70%，净负债率 1.07，整体负债水平不高；同期末有息债务规模 1247.51 亿元，其中短期债务 410.34 亿元，账面货币现金对短期有息债务覆盖倍数为 0.77 倍。截至 2020Q3，公司获银行授信余额总计 1059 亿元，未使用余额为 676.50 亿元，备用流动性充足，且公司具备直接融资渠道；2020 年公司发行中票票面利率为 3.5%，融资成本尚可。整体来看，公司负债率不高，外部融资环境较好，偿债压力可控。

主体资质总结：公司为北京市西城区国资委下属全资企业，业务涵盖商品房开发、物业运营、保障房、土地一级开发等。股东背景较强，持续获得较大支持。受合并报表范围增加影响，2019 年商品收入大幅增加，追溯调整后营收增速不快。公司以房地产销售业务为主，房地产土地储备充足，项目区位较好。2019 年地产业务毛利率下滑幅度较大，但投资收益及公允价值变动收益大幅增长，净利润保持小幅增长，但归母净利润同比下滑。2019 年公司自由活动现金流边际有所改善但仍存在缺口。2020 年现金流状况继续改善。资产规模较大，资产流动性偏弱，存货/预收较 2018 年大幅下降，去化程度改善。投资性房地产逐年增长，租金收益率尚可。应收账款规模较小，但较为集中，需要关注回收风险。受限资产占比较大。2020 年，公司账面新增较大规模其他应收款，需关注其回款风险。公司负债率不高，外部融资环境较好，偿债压力可控。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能力大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台:

主体跟踪报告: 北京金融街资本运营中心 20210122

主体跟踪报告: 北京金融街资本运营中心 20200515

主体覆盖报告: 北京金融街资本运营中心 20191119

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21 南浦口 CP001

返回

<table>
<tr><td rowspan="8">债券基本信息</td><td>债券全称</td><td colspan="6">南京市浦口区国有资产投资经营有限公司2021年度第一期短期融资券</td></tr>
<tr><td>债券类型</td><td colspan="2">短融</td><td colspan="2">发行规模</td><td colspan="2">4.0 亿元</td></tr>
<tr><td>发行日期</td><td colspan="2">2021-03-10</td><td colspan="2">发行期限</td><td colspan="2">1 年</td></tr>
<tr><td>增信方式</td><td colspan="6">-</td></tr>
<tr><td>特殊条款</td><td colspan="6">-</td></tr>
<tr><td>第一大股东</td><td colspan="6">南京大江北国资投资集团有限公司(持股比例 100%)</td></tr>
<tr><td>主承销商</td><td colspan="6">中国民生银行股份有限公司,南京银行股份有限公司</td></tr>
<tr><td>外部评级</td><td colspan="2">AA+/A-1,稳定</td><td colspan="2">评级机构</td><td colspan="2">上海新世纪资信评估投资服务有限公司</td></tr>
<tr><td rowspan="2">兴业观点</td><td>兴业评分</td><td colspan="2">3-/3-，稳定</td><td colspan="2">兴业参考收益率</td><td colspan="2">4.48%</td></tr>
<tr><td>兴业参考曲线</td><td colspan="6">1 年期评分 3-兴业城投债收益率曲线(4.3767,2021/03/08)</td></tr>
<tr><td rowspan="4">相同发行人</td><td>债券简称</td><td>债券余额</td><td>发行日</td><td>票面利率</td><td>剩余期限</td><td>最新估值</td><td>超额利差</td></tr>
<tr><td>19 南浦口 PPN001</td><td>3.0 亿</td><td>2019-04-15</td><td>4.90%</td><td>1.11 年</td><td>3.70%</td><td>37.54BP</td></tr>
<tr><td>16 南浦口 MTN001</td><td>15.0 亿</td><td>2016-10-12</td><td>3.40%</td><td>0.60 年</td><td>3.42%</td><td>23.25BP</td></tr>
<tr><td>21 南浦口 SCP001</td><td>5.0 亿</td><td>2021-01-14</td><td>3.30%</td><td>0.36 年</td><td>3.23%</td><td>24.13BP</td></tr>
</table>

最新报告

事件:

10 月 30 日，南京市浦口区国有资产投资经营有限公司（以下简称“公司”）发布了 2020 年三季度财务报表。2020 年前三季度，公司实现营业收入 7.31 亿元，同比增加 35.94%；实现净利润 0.37 亿元，同比减少 0.02 亿元。截至 2020 年 9 月末，公司总资产 455.28 亿元，资产负债率为 62.92%。

核心风险点:

南京市与浦口区债务负担重;

资产以存货和其他应收款为主，整体流动性较弱;

债务负担较重，即期周转压力较大，过于依赖债券融资。

点评:

南京市经济体量大，发展水平高。南京市为江苏省省会，经济发展水平很高，2019 年，南京市实现 GDP14030.2 亿元，同比增长 7.8%，长期保持高增速；实现人均 GDP16.57 万元，远高于全国均值。2019 年三次产业的比例为 2.1:35.9:62.0，地区支柱产业主要为电子、石化、汽车、钢铁。

南京市财政收入质量及自给程度均较高，政府债务负担重。南京市 2019 年综合财力为 3363.3 亿元，一般公共预算收入完成 1580 亿元，同比增长 7.48%，其中税收收入 1373.8 亿元，占一般公共预算的 86.95%，公共预算收入规模大且收入质量较好；政府性基金收入完成 1704.7 亿元。政府财政收支平衡率超 90%，财政自给程度高。截至 2019 年末，南京市直接债务余额为 2585.50 亿元，发债融资平台有息债务 10432.46 亿元，据此计算，综合债务率（（显性债务+城投债务）/综合财力）为 364.67%，整体债务负担重。

浦口区经济增速较快，发展水平高。浦口区位于南京市西北部，2017 年 5 月，南京市对江北新区进行区划调整，原浦口区部分区域被划出。2019 年浦口区实现 GDP 420.09 亿元，按可比价计算，同比增长 8.2%；按常住人口 36.93 万人计算，人均 GDP11.38 万元，经济发展水平高。浦口区三次产业的比例为 10.4:30.50:59.10，支柱产业主要为电子信息、食品医药、机电制造、纺织服装、交通装备。

浦口区财政自给程度良好，整体债务负担重。浦口区 2019 年一般预算收入完成 62.02 亿元，其中税收收入 52.64 亿元，占比为 84.88%；财政收支平衡率为 83.69%，政府自给程度良好。政府性基金收入完成 185.29 亿元，综合财力为 283.59 亿元。截至 2019 年末，浦口区政府债务余额 110.13 亿元，发债融资平台有息债务余额 1397.30 亿元，据此计算，综合债务率（(显性债务+城投债务）/综合财力）为 531.55%，整体债务负担重。

浦口区共有 7 家城投发债主体，公司城投地位中等。浦口区共有 7 家城投发债主体，具体情况详见下表。其中，南京大江北国资投资集团有限公司（以下简称“大江北国资”）是浦口区最大的国有资产经营平台，负责浦口区的基建、保障房、土地整理等，包括公司在内的 4 家平台均为大江北国资的全资子公司。另外，南京浦口经济开发有限公司（以下简称“浦口经开”）负责浦口经开的委托代建和土地开发；南京江北新城投资发展有限公司（以下简称“江北新投”）负责浦口高新区内科工园的基建和土地开发。公司主要负责浦口区的部分基础设施建设，总资产在 7 家平台中排第 4 位，从业务范围和资产规模来看，城投地位中等。

业务公益性尚可，代建业务回款方主要为浦口区政府，回款情况一般，后续存在较大的资本支出压力。公司是南京市浦口区的重要基建主体之一，控股股东为大江北国资，实控人为浦口区国资办，主要负责浦口区范围内重点工程（包括教育、卫生、文化体育、水利等）的投资、融资、建设、运营和管理任务，并开展药品生产与销售和水务等业务。2020 年前三季度，公司实现营业收入 7.31 亿元，同比增加 35.94%。从 2019 年的收入构成来看，资产回购占 22.51%(毛利率 10.41%)，药业占 17.34%(毛利率 51.25%)，自来水占 37.91%(毛利率 27.16%)，粮食占 11.17%（毛利率 0.45%），业务公益性尚可。其中，基建业务与浦口区政府签订回购协议。截至 2020 年 3 月末，公司应收回购款 26.31 亿元，累计回收 11.71 亿元；已完工未验收项目累计投资额 56.85 亿元，回款情况一般。同期末，公司在建代建项目投资总额 132.61 亿元，累计已投入 78.57 亿元，尚需投入 54.04 亿元；在建自营项目计划总投资 60.94 亿元，尚需投入 54.14 亿元。整体来看，公司业务公益性尚可，代建业务回款方主要为浦口区政府，回款情况一般，待投资规模较大，后续存在资本支出压力。

主业盈利能力较弱，自由现金流长期存在缺口，依赖外部融资。2020 年前三季度，公司实现主业利润 0.58 亿元，主业盈利能力较弱。同期公司经营性净现金流-8.54 亿元，投资性净现金流-5.03 亿元，自由现金流长期存在缺口，依赖外部融资。

资产规模较大，公益性较强，以存货和其他应收款为主，流动性依旧较弱。截止 2020 年 9 月末，公司总资产 455.28 亿元，较年初增长 2.13%，规模较大。主要构成中，存货占 34.62%，其他应收款占 26.13%，投资性房地产占 17.51%，较年初无明显变化，保持较强的公益性。其中，存货主要为代建项目的开发成本；其他应收款主要为与浦口区政府单位、国有企业的往来款，对资金形成占用；投资性房地产主要为储备土地和出租物业。截至 2020 年 9 月末，公司受限资产 18.60 亿元，占总资产的 4.09%，均为用于抵押的实物资产。整体来看，公司资产公益性较强，但流动性依旧较弱。

前三季度债务规模小幅减少，期限结构得到改善，即期周转压力较大，过于依赖债券融资。截至 2020 年 9 月末，公司总债务 207.47 亿元，较年初减少 4.78 亿元；资产负债率 62.92%，较年初上升 0.72 个百分点；全部债务资本化率 55.14%，较年初下降 0.61 个百分点，债务负担较重。期限结构来看，公司短期债务占比由年初的 37.51%下降至 24.11%，期限结构改善。货币资金与短期债务的比值由年初的 0.66 下降至 0.57，即期周转压力较大。融资渠道来看，根据最新一期募集说明书披露的数据，截至 2020 年 9 月末，债券直融占比超过 50%，过于依赖债券市场。

备用流动性充裕，或有负债风险不大。截至 2020 年 9 月末，公司获银行授信额度 164.97 亿元，尚未使用额度 68.93 元，备用流动性充裕。同期末，公司对外担保余额 5.77 亿元，占当期净资产的 3.41%，担保对象均为区域内的事业单位或国有企业，或有负债风险不大。

主体资质总结：南京市经济体量大，发展水平高，财政收入质量及自给程度均较高，政府债务负担重；浦口区经济增速较快，发展水平高，财政自给程度良好，整体债务负担重。公司主要负责浦口区的部分基础设施建设，控股股东为大江北国资，实控人为浦口区国资办，城投地位中等。公司业务公益性尚可，代建业务回款方主要为浦口区政府，回款情况一般，后续存在较大的资本支出压力。财务方面，公司主业盈利能力较弱，自由现金流长期存在缺口，依赖外部融资；资产规模较大，公益性较强，以存货和其他应收款为主，流动性较弱；债务负担较重，以长期债务为主，即期周转压力较大，过于依赖债券融资。公司备用流动性充裕，或有负债风险不大。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能力大幅恶化的可能性较

小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台:

主体跟踪报告:南京市浦口区国有资产投资经营有限公司 20210308

主体跟踪报告:南京市浦口区国有资产投资经营有限公司 20200806

主体跟踪报告:南京市浦口区国有资产投资经营有限公司 20200417

主体覆盖报告:南京市浦口区国有资产投资经营有限公司 20191113

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21 峨乐旅集团 MTN001

返回

债券基本信息	债券全称	四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司 2021 年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		4.5 亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		5 年(3+2)	
	增信方式	-					
	特殊条款	调整票面利率条款,回售条款					
	第一大股东	峨眉山风景名胜区管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	中国工商银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/AA+,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	3-/3-，稳定		兴业参考收益率		4.07%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 3-兴业产业债收益率曲线(4.2179,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	16 峨旅 02	4.0 亿	2016-12-06	3.92%	0.75 年	3.39%	13.05BP
	16 峨旅 01	3.9 亿	2016-03-29	3.01%	0.06 年	2.82%	27.88BP

最新报告

事件:

四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司（以下简称“旅游总公司”或“公司”）公告 2019 年年报和 2020 年半年报。2019 年，公司实现收入、归母净利润分别为 14.73、1.41 亿元，同比分别变动 6.00%和 3.53%。2020H1，公司实现收入、归母净利润分别为 2.13、-1.62 亿元，同比分别变动-69.59%、-556.71%。

核心风险点:

业务与峨眉山景区客流量关联度较高，受外部环境影响较大，有一定经营集中风险。2020 年受疫情影响较大。
公司债务规模逐年上升。
公司业务主要集中在下属上市公司，母公司债务负担较重。

2019 年公司景区客流量稳步增长带动收入增加。2020H1 受疫情影响，景区客流量明显下滑，收入同比明显下降。峨眉山风景区为世界文化与自然遗产和国家 5A 级旅游景区，也是我国佛教四大名山之一，旅游资产优质，景区知名度高，公司业务收入主要来自于门票、索道、运输和酒店运营，运输和经营酒店主要位于景区内，有较强的协同效应。2019 年，游客数量稳步增长，门票收入受门票价格自 2018 年 9 月起调降影响，收入规模下降;索道和运输收入受益于游客数量增长而增加，酒店经营较为稳定。2017-2019 年，游客量分别为 319.14、329.50 和 398.00 万人次，实现稳步增长。同期，门票收入分别为 4.58、4.74 和 4.45 亿元。公司景区门票价格由四川省发改委制定，2019 年公司未调整门票价格，但由于自 2018 年 9 月 20 日起调降门票价格影响，公司游山门票收入规模同比下降 6.12%。2017-2019 年，金顶索道接待游客量稳步增加，分别为 460.70、523.33 和 601.09 万人次，实现收入分别为 2.44、2.79 和 3.23 亿元；万年索道接待游客量分别为 78.00、60.00、77.89 万人次，实现收入分别为 0.47、0.35 和 0.44 亿元。同期运输收入分别为 1.97、2.29、2.71 亿元。酒店收入较为稳定，2017-2019 年分别为 2.00、2.44 和 2.41 亿元。2020 年以来，受新冠疫情影响，公司于 1 月 24 日关闭景区，3 月 23 日开始开放景区，并实行错峰及限流政策，导致客流量大幅减少，营业收入下降至 2.13 亿元。

公司景区盈利和获现能力强，2019 年主业盈利能力有所提升。2020H1 受疫情影响，景区经营明显亏损。受门票价格调降影响，2019 年游山票业务毛利率由 2018 年的 31.53%下滑至 25.99%。但受益于游客量增长，公司客运索道业务毛利率上行，索道业务毛利率增长 3.21 个百分点至 77.66%。受车辆维护费用增加的影响，2019 年客运毛利率下降 1.13 个百分点至 47.22%。同期受餐饮成本上升影响，公司酒店毛利率下降 3.22 个百分点至 17.39%。总体来看，公司 2019 年毛利率下降 0.32 个百分点至 43.52%。公司期间费用控制能力提升，主要为职工薪酬景区资产折旧以及景区广告宣传费用，2019 年受益于职工薪酬的下降和银行利息收入的增加，当期期间费用率亦同比下降。2017-2019 年，期间费用率分别为 24.98%、26.15%和 22.97%。公司利润主要由主业利润构成，2019 年在期间费用下降的作用下，主业盈利能力有所增强。2017-2019 年主业利润率分别为 16.29%、14.89%和 18.96%，

销售净利率分别为 13.25%、19.95%和 19.93%，EBITDA 利润率分别为 34.60%、36.68%和 39.40%。2020H1 受疫情影响，公司盈利能力明显下滑，2020H1 公司毛利率、主业利润率、净利润率分别为-19.16%、-121.06%和-122.94%。2020H1，公司 EBITDA 为-0.82 亿元。

公司债务规模上升，但债务负担适中，债务规模较小，短期债务占比较低，短期偿债能力较强。公司债务规模上升，主要系来自工商银行和北方国际信托的长期借款的增加。2017-2019 年和 2020 H1 的有息债务总额分别为 18.41、17.29、23.17 和 26.10 亿元。同期资产负债率分别为 53.18%、50.81%、54.14%和 58.34%。同期全部债务资本化率分别为 42.83%、39.42%、44.55%和 48.83%。2017-2019 年和 2020H1 的短期债务金额分别为 5.11（占比 27.73%）、4.71（占比 27.25%）、4.81（占比 20.75%）和 2.12（占比 8.12%）亿元，同期货币资金分别为 12.61、12.35、14.35 和 11.39 亿元，短期债务压力小。

公司经营偿债能力尚可，2019 年经营偿债能力提升。2020H1 偿债能力受疫情影响较大。2019 年受收回乐山交投、乐山城投等单位往来款影响，公司经营活动现金流呈现大幅净流入，净流入增加 3.28 亿元至 6.32 亿元。2017-2019 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.57、5.12 和 5.72。但受债务规模的同比增长，EBITDA 对债务的覆盖能力同比减弱。2017-2019 年，全部债务/EBITDA 分别为 3.99、3.39 和 3.99 倍。2020H1，公司 EBITDA 和经营活动现金流分别为-0.82 和-2.02 亿元，经营偿债能力承压。峨眉山风景区为世界文化与自然遗产和国家 5A 级旅游景区，景区资源优质，随着疫情的好转以及国家对旅游业的支持，预计公司经营偿债能力将逐步恢复，并仍将维持较好水平。

公司资金拆借和长期股权投资占比不高。公司的其他应收款主要由资金拆借构成，前五大单位分别峨眉山旅游投资开发（集团）有限公司、峨眉山云上旅游投资有限公司、峨眉山风景区管理委员会、峨眉山市财政局和峨眉山市土地储备整理中心构成，上述应收款余额合计占比为 94.9%。2019 年和 2020H1 其他应收款金额分别为 8.37 和 8.81 亿元； 2019 年和 2020H1，长期股权投资金额分别为 7.71 和 7.49 亿元。目前资金拆借及股权投资占比不重。

融资渠道较为通畅，或有风险较低。截至 2019 年末，公司共获得各银行综合授信额度约 24.60 亿元，其中未使用额度约 9.41 亿元。公司受限资产总额 8.62 亿元，主要为土地及房产抵押和峨眉山风景区客运专营权的抵押借款，占同期末总资产的比重为 13.71%。公司持有峨眉山股份 32.33%股份，暂无股权质押。

母公司债务规模小，短期债务压力一般。2019 年主要上市子公司峨眉山 A 实现营收 11.08 亿元，占合并报表口径营收之比为 75.22% %；同期，实现净利润 2.26 亿元，占合并报表口径净利润之比为 76.87%。母公司层面业务规模较小，主要依靠投资收益贡献业绩，公司有息负债主要体现在子公司层面，短期债务压力一般。

主体资质总结：公司经营景区为国家 5A 级景区、佛教四大名山之一，具备市场竞争力。2019 年公司景区客流量稳步增长带动收入增加。2020H1 受疫情影响，景区客流量明显下滑，收入同比明显下降。公司景区盈利和获现能力强，2019 年主业盈利能力有所提升。公司债务规模上升，但债务负担适中，债务规模较小，短期债务占比较低，短期偿债能力较强。公司经营偿债能力尚可，2019 年经营偿债能力提升。2020H1 受疫情影响，公司 EBITDA、经营净现金流转负，经营偿债能力承压。但考虑到公司景区资源优质，随着国内疫情逐步受控，预计公司业绩及偿债能力将逐步恢复。另外，公司资金拆借和长期股权投资占比不高，融资渠道较为通畅，或有风险较低。公司有息负债主要体现在子公司层面，母公司债务规模小，短期债务压力一般。整体来看，公司违约概率较低，外部经济、融资条件的变化短期内导致主体偿债能大幅恶化的可能性较小。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司 20201016

主体覆盖报告：四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司 20191113

21 钟楼经开 CP002

返回

债券基本信息	债券全称	常州钟楼经济开发区投资建设有限公司 2021 年度第二期短期融资券					
	债券类型	短融		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		1 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	-					
	第一大股东	常州市钟楼新城投资建设有限公司(持股比例 100%)					
	主承销商	徽商银行股份有限公司					
	外部评级	AA/A-1,稳定		评级机构		联合资信评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	4A+/4A+，稳定		兴业参考收益率		5.58%	
	兴业参考曲线	1 年期评分 4A+兴业城投债收益率曲线(5.5815,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	19 钟楼经开 MTN001	7.0 亿	2019-03-29	7.10%	1.07 年	5.27%	175.94BP
	17 钟楼经开 PPN002	10.0 亿	2017-04-01	5.98%	1.08 年	5.86%	234.14BP
	17 钟楼经开 PPN001	5.0 亿	2017-01-18	5.90%	0.87 年	5.70%	220.83BP

最新报告

事件:

常州钟楼经济开发区投资建设有限公司（以下简称“公司”或“钟楼经开”）大股东为常州钟楼新城投资建设有限公司，持股 100%，实际控制人为常州市人民政府。公司是钟楼经开区的城投，公益性资产占比 68.5%，是钟楼经开区的基础设施投融资主体。

公司发布 2020 年三季报。2020 年前三季度，公司实现营业收入 5.48 亿元，实现净利润 0.42 亿元。截至 2020 年 9 月末，公司总资产 231.39 亿元，资产负债率为 67.86%。

核心风险点:

1、钟楼经开区的经济与财政规模较小

2、公司债务增长，短期偿债压力较大

3、公司对外担保规模大

点评:

常州市经济与财政水平较高，债务负担重。常州市为江苏省地级市，经济发展水平高。2019 年实现地区生产总值 7400.9 亿元，按可比计算增加 6.8%，人均 GDP 为 15.64 万元。常州市 2019 年综合财力 1856.1 亿元。一般预算收入 590 亿元，其中税收收入 501.6 亿元，占比 85%，财政质量较高；政府性基金收入 1062.3 亿元。2019 年常州市政府债务余额 1006.8 亿元，债务率 54.3%；辖区内发债城投平台有息债务率 251.6%，整体债务负担重。

钟楼区经济水平较高。钟楼区为常州市五大市辖区之一，2019 年实现 GDP718.3 亿元，经济总量超过全国 3/4 的区县，按可比价格计算，同比增加 5.5%，人均 GDP 为 11.61 万元。钟楼区 2019 年三产占比为 0.35:31.5:68.1。

钟楼经开区是钟楼区内经济开发区，属于省级经开区。2019 年规模工业总产值 457.3 亿元，比上年增长 9.5%。

钟楼区综合债务负担重。钟楼区 2019 年综合财力为 81.36 亿元。一般公共预算收入完成 46.6 亿元，其中税收收入占比 90.3%；政府性基金收入为 19.33 亿元。一般公共预算支出 29.98 亿元，政府财政收支平衡率为 155.4%，财政自给程度高。2019 年地方政府债务余额 35.1 亿元，政府债务率 43.13%，发债融资平台有息债务与综合财

力之比为 221.9%，债务负担重。

钟楼经开区 2019 年实现一般预算收入 18.66 亿元。

钟楼经开区内唯一发债城投平台。公司是钟楼经开区主要的基础设施投资建设以及土地整理开发主体，也是钟楼经开区唯一发债的城投平台。

基建及安置房业务回款速度较慢，未来资金需求较大。公司主要负责钟楼经开区内的基础设施建设及配套功能开发建设，主要包括安置房、产业园以及市政道路等。公司与钟楼经开区管委会签订《委托代建框架协议》，公司受钟楼经开区管委会委托代建，在建成后移交管委会，钟楼经开区管委会按代建项目的建造成本加成一定比例(通常为 20%)，以政府回购方式支付给公司。资金由钟楼经开区管委会财政局与公司结算。截至 2020 年 3 月底，公司已完工的项目累计投入 31.14 亿元，累计尚未回购 4.56 亿元。在建项目总投资 65.67 亿元，已投资 43.17 亿元，尚需投资 15.4 亿元，未来资金需求较大。还有拟建项目预计总投资 6.85 亿元。

销售货物与管理服务业务对利润贡献不大。公司销售货物主要是销售螺纹钢、电解铜、铝锭和电子设备。公司采用先货后款的形式，赚取差价。2019-2020H1 销售货物业务毛利率为 0.29%、0.33%，毛利率较低。

管理服务业务由子公司北新建设和联创金陵负责。2017-2020H1，公司确认管理服务收入分别为 0.20 亿元、0.22 亿元、0.48 亿元、0.17 亿元，规模较小，对公司利润贡献不大。

主业盈利能力较弱，对政府补贴较为依赖。2017-2019 年及 2020 年 1-9 月，公司营业收入分别为 7.29 亿元、8.97 亿元、9.78 亿元、5.48 亿元。同期主业利润分别为-0.27 亿元、0.31 亿元、0.03 亿元、0.21 亿元。同期净利润分别为 0.95 亿元、0.86 亿元、0.72 亿元、0.42 亿元，主业盈利能力较弱。2019 年，公司其他收益中政府补贴 0.93 亿元，对利润贡献较大。

资产以其他应收款为主，流动性较弱。截至 2020 年 6 月末，公司总资产 203.98 亿元。公司资产主要科目包括，货币资金占比 6.9%、其他应收款占比 29.5%、存货占比 36.1%、投资性房地产占比 9.0%。公司货币资金规模一般，且受限比例为 77.9%，受限程度高。其他应收主要是对政府以及关联方的组合，占比分别为 59.0%、30.9%，前五大对象占比 72.3%。2019 年公司子公司与 5 家国有企业签订借款协议，借款 43.32 亿元，无需支付利息，还款日为 2020 年末，尚未知回款情况。存货主要是开发成本和开发产品，开发成本主要是代建项目的投入和土地整理成本；开发产品为房地产的门面房和商铺。投资性房地产主要是房屋和土地使用权。同期末，公司公益性资产 143.41 亿元，占比 70.3%，主要是其他应收款以及开发成本。整体看，公司资产主要是应收政府单位款项及待结算的项目成本，依赖政府回款进行变现，流动性较弱。

债务负担增加，账面货币资金对短债覆盖偏低。截至 2020 年 9 月末，公司资产负债率为 67.86%，全部债务资本化率为 59.35%，债务负担有所增加。截至 2020 年 9 月末，公司有息债务 108.58 亿元，其中短期有息债务 50 亿元。短期偿债来看，货币资金比短期债务为 0.35，短期偿债能力较弱。

非筹资环节存在资金缺口，对外部融资有所依赖。2017-2019 年，公司收现比 160.93%、105.42%、133.99%，收现情况较好。同期，公司经营活动现金净流量-15.72 亿元、4.57 亿元、-2.23 亿元，投资活动现金净流量-2.15 亿元、-5.75 亿元、-1.09 亿元，非筹资环节持续资金流出，主要是代建回款滞后于资金支出所致。同期，公司筹资活动现金净流量 24.32 亿元、-1.91 亿元、7.32 亿元，主要来自外部融资。

可用授信规模偏小，存或有风险。2020 年 9 月末，公司及子公司获得金融机构授信 64.78 亿元，其中未使用授信 12.36 亿元，可用授信规模偏小。截至 2020 年 11 月末，公司对外担保 55.02 亿元，担保规模大，且有对私营企业担保，存在或有风险。

主体资质总结。钟楼区经济发展水平较高，政府收入质量较好，但综合债务负担重。钟楼经开区财政数据披露不佳。公司是钟楼经开区主要的基础设施建设及土地整理运作主体，同时主营货物销售以及管理服务业务。公司土地整理业务未来持续性较弱；安置房和基建业务回款速度较慢，未来投资压力较大；货物销售以及管理服务业务利润贡献不大。公司资产变现能力差。债务负担增加，短期偿债能力较弱。可用授信不足，或有负债风险较大。整体来看，短期违约概率较低，外部经济、融资条件重大不利变化可能会导致主体偿债能力发生恶化。最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：常州钟楼经济开发区投资建设有限公司 20210106

主体跟踪报告：常州钟楼经济开发区投资建设有限公司 20200508

主体覆盖报告：常州钟楼经济开发区投资建设有限公司 20191115

本报告仅供"广发银行-SOA"使用

21 夏商 MTN002

返回

债券基本信息	债券全称	厦门夏商集团有限公司 2021 年度第二期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		5.4 亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		3 年	
	增信方式	-					
	特殊条款	交叉保护条款					
	第一大股东	厦门市国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	中国建设银行股份有限公司,兴业银行股份有限公司					
	外部评级	AA+/AA+,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	4A+/4A+，稳定		兴业参考收益率		4.65%	
	兴业参考曲线	3 年期评分 4A+兴业产业债收益率曲线(4.8525,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	21 夏商 MTN001	6.0 亿	2021-01-26	4.18%	2.89 年	4.26%	37.57BP
	19 夏商 MTN001	4.0 亿	2019-01-10	4.16%	0.85 年	3.66%	37.82BP
	21 夏商 SCP002	4.5 亿	2021-01-28	3.50%	0.38 年	3.38%	38.11BP

最新报告

事件:

厦门夏商集团有限公司（以下简称“公司”或“夏商集团”）发布 2020 三季报。截至 2020Q3，公司总资产 151.28 亿元，实现营收 83.74 亿元，同比增长 2.13%。截至 2020Q3，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 71.82% 和 59.68%。

核心风险点:

1、杠杆率偏高，有息债务较重

点评:

农产品业务收入稳定，在厦门区域市占率高。公司业务以农产品和商业零售为主，其中农产品业务是公司的核心业务，2019 年和 2020Q3 分别实现收入 49.88、33.81 亿元，收入规模同比基本保持稳定。公司在厦门市农产品供应保障、平抑物价以及食品安全保障等方面起着重要作用，一直以来发挥着厦门市“菜篮子”、“米袋子”国有流通的主渠道作用。截至 2020Q3，公司共拥有 7 家农产品批发市场，总占地面积约 50 万方。公司农产品业务在厦门区域市占率高，2019 年公司经营的蔬菜、猪肉、蛋品、水产品、台湾水果和大米在厦门的市场份额分别为 75%、75%、60%、85%、88%、60%。

超市门店数量保持增长，推动商业零售业务收入增长。公司商业零售板块主要包括百货商场、超市、便利店、品牌及酒类专卖店等业态。截至 2019 年末和 2020Q3，公司超市门店数分别为 52 家和 70 家，近年来公司超市门店数量保持增长。受益于此，2019 年和 2020Q3，公司商业零售板块分别实现收入 19.26、16.83 亿元，同比均保持增长。

主业盈利一般，投资收益对利润形成重要补充。2019 年，公司综合毛利率为 11.90%；公司期间费用主要为管理费用和销售费用，2019 年公司期间费用率为 8.35%，费用控制能力尚可。公司主业盈利能力一般，2019 年公司主业利润为 3.61 亿元，主业利润率为 3.04%；投资收益对公司利润形成重要补充，同期公司净利润为 4.16 亿元，投资净收益为 1.31 亿元。

资产规模较小，流动性一般。截至 2020Q3，公司资产总额为 151.28 亿元，主要构成为：货币资金（11.47 亿元）、

存货（32.81 亿元）、其他流动资产（42.07 亿元）、投资性房地产（14.81 亿元）。公司货币资金受限规模较小；存货主要为农产品业务库存商品和房地产业务（销售规模逐年下降，目前处于存量去化阶段）开发成本；其他流动资产主要为结构化存款等理财产品；投资性房地产主要为农产品批发市场等自持物业，均以成本法计量。

收入质量尚可，现金流承压。2019 年，公司现金收入比为 103.03%，主业收现情况良好。同期，公司经营活动净现金流和投资活动进现金流分别为 4.92、-25.22 亿元；2020Q3，公司经营活动净现金流和投资活动进现金流分别为 9.67、-13.82 亿元。近年来，经营活动现金流呈现持续净流入状态，投资支出规模较大，公司现金流承压。

杠杆率偏高，有息债务负担较重，偿债压力可控。截至 2020Q3，公司资产负债率为 71.82%，全部债务资本化比率为 59.68%，杠杆率偏高。同期末，公司有息债务为 63.11 亿元，其中短期债务 50.14 亿元，货币资金对短期债务覆盖倍数为 0.23 倍。截至 2019 年末，公司 EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 分别为 15.26、8.05 倍，公司经营偿债能力尚可。截至 2020Q3，公司获银行授信合计 213.12 亿元，未使用授信额度为 170.09 亿元，备用流动性较为充裕。整体来看，公司偿债压力可控。

主体资质总结：公司是厦门市政府直管的十大国有企业集团之一，是厦门市“菜篮子”工程和“放心食品工程”主要成员单位，在厦门市的民生事业中具有重要的战略地位。公司业务较为多元，主业包括农产品业务和商业零售。农产品业务收入稳定，在厦门区域市占率高；超市门店数量保持增长，推动商业零售业务收入增长。公司主业盈利一般，投资收益对利润形成重要补充。资产规模较小，流动性一般。收入质量尚可，现金流承压。杠杆率偏高，有息债务负担较重，偿债压力可控。整体来看，公司短期违约概率较低，外部经济、融资条件重大不利变化可能会导致主体偿债能力发生恶化。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：厦门夏商集团有限公司 20201222

主体跟踪报告：厦门夏商集团有限公司 20200602

主体覆盖报告：厦门夏商集团有限公司 20191105

21资阳国资MTN001

返回

债券基本信息	债券全称	资阳市国有资产投资管理有限责任公司2021年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		3.0亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		5年(3+2)	
	增信方式	-					
	特殊条款	调整票面利率条款,回售条款					
	第一大股东	资阳市政府国有资产监督管理委员会(持股比例100%)					
	主承销商	交通银行股份有限公司					
	外部评级	AA/AA,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	4A-/4A-，稳定		兴业参考收益率		6.34%	
	兴业参考曲线	3年期评分4A-兴业城投债收益率曲线(6.2927,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20资阳国资MTN001	7.0亿	2020-10-30	6.50%	4.66年	8.00%	328.28BP

最新报告

资阳市国有资产投资管理有限责任公司（简称“公司”），大股东和实控人均为资阳市政府国有资产监督管理委员会，持股占比100%。公司是资阳市规模最大的国有资本运营和基础设施投融资主体，业务主要涉及基础设施建设、土地整理、公用事业等，近三年营业收入主要来自基础设施建设，营收占比均在90%以上。

核心风险点:

1、资阳市修订后GDP数据大幅缩水，经济财政实力较弱。

2、公司在建及拟建项目面临较大投资压力，自营项目收益存在不确定性。

四川省经济发展态势良好。2019年，四川省实现地区生产总值46615.8亿元，按可比价格计算，增长7.5%，经济体量在全国31个省市中排名第六位，是西部地区最大的经济体。人均GDP5.7万元，同比增长7.0%，约为当年全国平均水平的78%。三次产业结构由上年的10.3:37.4:52.3调整为10.3:37.3:52.4。整体来看，2019年四川省各项经济指标均有不同程度优化，经济保持平稳发展。

资阳市修订后GDP数据大幅缩水，经济实力较弱。依据地区生产总值核算制度和第四次全国经济普查结果，四川省统计局对2018年资阳市GDP初步核算数据进行了修订。修订后，2018年资阳市GDP为728.6亿元，较此前公布1066.5亿元大幅缩水31.7%，经济数据水分较大。按修订后的GDP规模计算，当年人均GDP2.90万元，发展水平较低。2019年，资阳市实现GDP777.8亿元，同比增长7.0%，居全省第16位，整体经济实力较弱。

资阳市财政实力偏弱，财政自给率较低，债务负担一般。资阳市2019年综合财力265.56亿元，财政收入规模在地级市中偏小，其中一般公共预算收入53.09亿元，政府性基金收入72.99亿元。一般公共预算支出190.89亿元，财政自给率27.81%，自给程度较低。截至2019年末，资阳市政府债务余额328亿元，政府债务率123.51%，公开发债平台有息债务比综合财力为63.24%，债务负担一般。

公司基础设施建设业务具有区域专营性，项目投资规模较大，完工项目回款情况良好，在建及拟建项目面临较大资金压力，自营项目占比较高，收益存在不确定性。公司是资阳市最主要的基础设施建设主体，业务模式以代建和自建为主。代建模式下，公司本部及子公司资阳市城市建设投资有限公司、资阳开发区投资有限公司、资阳市凯利建设投资有限责任公司与对应政府部门签订代建协议，负责项目筹资建设，完工后由委托方按项目成本加成一定比例投资收益（1.5%-20%）回购。截至2020年6月末，公司已完工项目投资80.41亿元，拟回购金额81.74亿元，回款均已到位。截至2020年6月末，公司主要在建及拟建代建项目计划投资173.51亿元，尚需投资113.26亿元，面临较大投资压力。自建项目方面，政府给予公司一定补贴或拨款，公司另通过运营实现资金平衡。截至2020年6月末，公司主要在建及拟建自建项目计划投资102.53亿元，尚需投资29.58亿元，

同样面临较大投资压力，未来运营收入存在不确定性。

土地整理业务范围较小，可持续性较弱。公司土地整理主要由子公司资阳开发区投资有限公司负责，业务范围为资阳高新技术产业园区。资阳开投与资阳市土地矿产储备中心签订协议，负责项目筹资开发，按当期实际发生成本加成20%管理费确认收入，土地整理完成出让后，政府将开发成本和管理费返还至资阳开投。2017-2019年，公司分别实现土地整理收入1.28亿元、0.30亿元和0.34亿元，收入规模缩减。截至2020年6月末，公司在整理项目1个，总投资11.76亿元，已完成投资2.71亿元，已收到回款1.79亿元，无拟建项目，业务可持续性偏弱。

公司公用事业板块主要涉及供气、供水及供电，业务运营情况稳定但规模较小，2019年合计实现收入0.47亿元，对收入补充有限。

公司为资阳市主平台，政府支持力度较大。公司是资阳市最大的国有资本运营和基础设施投融资主体，地位突出，受政府支持力度较大。2017-2019年及2020年1-6月，公司获得政府补助5.49亿元、5.67亿元、5.65亿元和1.37亿元，政府补贴力度较大。

公司资产以应收款、土地和项目成本为主，流动性较弱。截至2019年末，公司总资产485.36亿元，流动资产占比77.81%。公司资产主要包含其他应收款14.39%、存货54.37%、在建工程15.22%。截至2019年末，公司货币资金17.68亿元，无受限资金。其他应收款69.85亿元，主要为应收资阳市政府部门和国企往来款和工程款，应收对象分散，整体规模较大，对公司资金占用较多。存货263.90亿元，主要包含土地102.92亿元、开发成本24.95亿元和工程施工135.79亿元（主要为代建项目成本），流动性较弱。在建工程73.85亿元，主要为自建项目成本。

债务负担一般，以长期债务为主，短债压力不大。截至2020H1，公司资产负债率50.79%，负债水平适中，总债务113.39亿元，债务规模较上年末保持稳定，债务以长期借款和债券为主，长期借款中约40%为信用借款，融资环境尚可。截至2020H1，公司短期债务15.67亿元，货币资金比短债为1.40，覆盖较充足，短债压力不大。

非筹资环节存在资金缺口，对外部融资依赖程度较高。2017-2019年及2020年1-6月，公司经营活动净现金流分别为0.23亿元、-23.93亿元、6.01亿元、10.57亿元，波动较大主要系受往来款收支影响，投资活动净现金流分别为-16.48亿元、-5.61亿元、-14.54亿元、-9.14亿元，主要为自建项目投入。公司近年自由现金流整体处于净流出状态，对外部融资依赖程度较高，未来仍有较大筹资需求。

截至2020年6月末，公司共获得银行授信额度90.83亿元，尚未使用1.70亿元，备用流动性较少。

截至2020年6月末，公司对外担保3.50亿元，担保对象为地方国企及医院，担保规模较小，或有风险可控。

主体资质总结：资阳市为四川省地级市，经济规模较小，2018年经济普查后GDP大幅缩水，经济财政实力较弱，财政自给率较低，债务负担一般。公司是资阳市最大的国有资本运营和基础设施投融资主体，地位突出，业务主要涉及基础设施建设、土地整理、公用事业等，受政府支持力度较大。公司基础设施建设业务具有区域专营性，项目投资规模较大，完工项目回款情况良好，在建及拟建项目面临较大资金压力，自营项目占比较高，收益存在不确定性；土地整理业务范围较小，可持续性较弱；公用事业板块体量较小，对收入补充有限。公司债务负担一般，以长期债务为主，短债压力不大，但非筹资环节存在资金缺口，对外部融资依赖程度较高，未来债务规模或持续增长。整体来看，公司短期违约概率较低，外部经济、融资条件重大不利变化有很大可能导致主体偿债能力发生恶化。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体覆盖报告：资阳市国有资产投资管理有限责任公司 20201030

21淮安经开MTN001

返回

债券基本信息	债券全称	淮安经济技术开发区经济发展集团有限公司2021年度第一期中期票据					
	债券类型	中票		发行规模		5.0亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		3年	
	增信方式	-					
	特殊条款	财务指标承诺,出售/转移重大资产					
	第一大股东	淮安市人民政府(持股比例100%)					
	主承销商	江苏银行股份有限公司					
	外部评级	AA/AA,稳定		评级机构		东方金诚国际信用评估有限公司	
兴业观点	兴业评分	4B+/4B+，稳定		兴业参考收益率		8.02%	
	兴业参考曲线	3年期评分4B+兴业城投债收益率曲线(7.9199,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	19淮经01	7.5亿	2019-12-04	7.00%	3.75年	7.21%	209.96BP
	20淮经01	7.0亿	2020-03-09	6.10%	4.01年	7.33%	274.27BP
	20淮安经开PPN001	7.0亿	2020-01-14	7.20%	1.86年	7.35%	357.49BP

最新报告

事件:

更新公司2020Q3财务数据。截至2020Q3，公司总资产336.42亿元，资产负债率52.58%，总债务148.26亿元，短期有息债务54.35亿元。2020年1-9月，公司经营活动净现金流4.08亿元，投资活动净现金流-4.10亿元。

核心风险点:

1、淮安经开区辖内平台债务规模增长较快，债务化解压力增大;

2、公司资产流动性较弱;

3、公司债务规模持续增长，债务负担较重。

点评:

江苏省经济及财政实力很强，债务负担较重。根据江苏省2019年统计公报，2019年江苏省实现GDP99631.52亿元，可比增速为6.1%，GDP总量在全国31个省市中排名第二，仅次于广东。人均GDP为12.36万元，仅次于北京和上海。2019年三次产业结构为4.3:44.4:51.3。根据江苏省2019年财政预算执行报告，2019年江苏省综合财力约为22469.33亿元，一般预算收入实现8802.36亿元，同比增长2.0%(同口径增长12.6%)，其中税收收入占比83.38%，收入质量较高。2019年财政收支平衡率为70.00%，财政自给程度尚可。2019年政府性基金收入完成9249.59亿元，同比增长12.49%。截至2019年末，江苏省地方政府直接债务余额为14878.38亿元，地方政府债务率为66.22%，发债融资平台有息债务超5万亿元，债务负担较重。

淮安市经济发展水平高，财政实力强，但辖内平台数量较多，债务负担重。淮安市为江苏省北部地级市，2019年淮安市共实现GDP3871.21亿元，在省内排名靠后，同比增长6.6%，人均GDP7.85万元，高于全国平均水平。2019年淮安市综合财力751.8亿元，财政实力较强，其中一般预算收入257.3亿元，政府性基金收入261.2亿元。当年一般预算支出529.1亿元，财政自给率48.6%，自给程度偏低。截至2019年末，淮安市政府债务余额586.21亿元，政府债务率78.0%，发债平台有息债务比综合财力约367.8%，债务负担重。

淮安经开区财政实力一般，辖内平台债务规模增长较快，债务化解压力增大。淮安经开区为国家级经开区，2019年实现GDP380.23亿元，同比增长6.5%，人均GDP17.10万元，园区支柱产业主要为新能源汽车及零部件、智能装备、生命健康、IT、盐化新材料。2019年，淮安经开区综合财力58.3亿元，其中一般公共预算收入32.3亿元，同比增长0.9%，增速较低，政府性基金收入19.3亿元，同比保持稳定。截至2019年末，园区公开发债融

资平台有息债务合计 516.90 亿元，与综合财力之比为 886.62%，平台债务负担很重，平台有息债务同比增长 19.19%，增速远高于综合财力增速，债务化解压力增大。

公司受政府支持力度较大。公司是淮安市经济技术开发区两家公开发债平台之一，资产规模相对较小，为经开区次要平台，主要负责经开区市政基础设施建设业务，另有部分房地产、商品销售、工程施工等经营性业务，政府在资金注入及补贴方面给予公司较大支持。2019 年，政府对公司增资 6.00 亿元，其中 2.91 亿元已于当年到位，剩余注资计划于 2020 年完成；公司收到补助 3.91 亿元；经开区财政局为公司承担利息支出 5.40 亿元。

资产以应收款和其他平台股权为主，流动性较弱。截至 2019 年末，公司总资产 321.42 亿元，流动资产占比 71.08%。公司资产主要包括货币资金 5.73%、应收账款 7.89%、其他应收款 43.56%、存货 7.01%、长期股权投资 15.37%。截至 2019 年末，公司货币资金 18.43 亿元，其中包含受限资产 9.32 亿元。应收账款 25.35 亿元，主要为代建业务和工程施工业务应收款，欠款方主要为地方政府及国企，回收风险较小。其他应收款 140.02 亿元，主要为与地方国企往来款，规模很大，回收时间不确定，对公司资金形成大量占用。存货 22.52 亿元，主要为房地产开发成本。长期股权投资 49.40 亿元，主要为对地方国企淮安国创智慧城市建设有限公司投资。公司资产中公益性资产主要为应收账款和其他应收款，公益性资产占比约 61%。截至 2020Q3，公司总资产 336.42 亿元，无重大变化。

债务规模持续增长，流动性偏紧，面临一定短债压力。截至 2020Q3，公司资产负债率 52.58%，总债务 148.26 亿元，较上年末增长约 7%，债务规模持续增长，债务主要为银行借款和债券，其中债券占比约 50%，对债券融资依赖程度较高，2020 年新发债券中私募债占比上升，融资环境一般。截至 2020Q3，公司短期债务 54.35 亿元，货币资金比短期债务为 0.42，覆盖比率不足，存在一定短债缺口。

非筹资环节存在资金缺口，未来仍有较大筹资需求。2019 年及 2020 年 1-9 月，公司经营活动净现金流分别为-5.61 亿元、4.08 亿元，投资活动净现金流分别为-6.75 亿元、-4.10 亿元，自由现金流整体处于净流出状态，主要为在建项目投资。截至 2019 年末，公司代建业务、房地产业务、自营项目均有较大资金需求，未来仍面临较大筹资压力。

截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信 104.56 亿元，尚未使用 32.39 亿元，备用流动性尚可。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 55.29 亿元，担保对象均为地方国企，担保规模较大，存在一定或有风险。

主体资质总结：江苏省经济及财政实力很强，淮安市经济发展水平高，财政实力强，但辖内平台数量较多，债务负担重；淮安经开区为国家级经开区，经济发展水平尚可，财政实力一般，辖内平台债务规模增长较快，债务化解压力增大。公司是淮安市经济技术开发区两家公开发债平台之一，资产规模相对较小，为经开区次要平台，主要负责经开区市政基础设施建设业务，另有部分房地产、商品销售、工程施工等经营性业务，政府在资金注入及补贴方面给予公司较大支持。公司债务规模持续增长，流动性偏紧，面临一定短债压力。公司对外部融资依赖程度较高，债务规模持续增长，存量债务中债券占比较高，目前流动性偏紧，面临一定短债压力，未来面临一定再融资压力。整体来看，公司仍有债务偿付能力，外部经济、融资条件重大不利变化可能导致主体无法偿还到期债务。

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：淮安经济技术开发区经济发展集团有限公司 20210209

主体跟踪报告：淮安经济技术开发区经济发展集团有限公司 20201019

主体跟踪报告：淮安经济技术开发区经济发展集团有限公司 20200720

主体跟踪报告：淮安经济技术开发区经济发展集团有限公司 20200413

主体覆盖报告：淮安经济技术开发区经济发展集团有限公司 20190927

21 龙投小微债 01

返回

债券基本信息	债券全称	2021 年第一期龙岩投资发展集团有限公司小微企业增信集合债券					
	债券类型	企业债		发行规模		5.0 亿元	
	发行日期	2021-03-10		发行期限		5 年(3+2)	
	增信方式	-					
	特殊条款	调整票面利率条款,回售条款					
	第一大股东	龙岩市人民政府国有资产监督管理委员会(持股比例 100%)					
	主承销商	五矿证券有限公司					
	外部评级	AA/AA,稳定		评级机构		中诚信国际信用评级有限责任公司	
兴业观点	兴业评分	4B+/4B+，稳定		兴业参考收益率		-	
	兴业参考曲线	3 年期评分 4B+兴业产业债收益率曲线(6.2322,2021/03/08)					
相同发行人	债券简称	债券余额	发行日	票面利率	剩余期限	最新估值	超额利差
	20 龙岩投资 MTN001	3.0 亿	2020-08-12	4.75%	2.44 年	6.44%	249.58BP
	20 龙岩投资 PPN001	3.0 亿	2020-02-25	5.50%	1.98 年	6.79%	297.82BP
	19 龙投 02	5.0 亿	2019-11-26	6.27%	1.73 年	6.58%	234.74BP

最新报告

龙岩投资发展集团有限公司（以下简称“公司”或“工发集团”）第一大股东为龙岩市人民政府国有资产监督管理委员会，其持股比例 100%。公司主营业务包括矿业板块、贸易板块，2019 年营收占比分别为 12.01%、67.77%。

核心风险点:

1、主业持续亏损，投资收益可持续性较差。

2、短债规模较大，存在短债压力。

公司业务多样化，得到政府多方面支持。公司是龙岩市国有资产运营主体，业务多样化，涉及矿业、能源、旅游、贸易、机电、投资等诸多领域，政府在资金、资产注入和政府方面给予公司支持。资金支持方面，公司收到政府土地出让金和土地出让净收益注入合计 8.38 亿元;2015-2017 年,公司分别收到政府补贴 0.61 亿元、0.83 亿元和 0.91 亿元。资产注入方面，2018 年，政府将龙岩人才发展集团有限公司全部股权、龙岩市水利投资发展有限公司和龙岩市龙盛融资担保有限责任公司部分股权无偿划转至公司。

公司是国内最大的高岭土加工企业，经营情况稳定。矿业板块的经营主体主要为龙岩高岭土股份有限公司，该公司为国内目前采选规模最大的高岭土加工企业，目前处于 IPO 阶段。公司产品主要为原矿和精矿，销售对象为江西景德镇、广东潮州市、山东临沂市、安徽航山市、河北唐山市等地的陶瓷客户，采用款到发货的销售方式。2017-2019 年，矿业板块收入分别为 2.24 亿元、3.01 亿元、3.04 亿元，毛利率均保持在 60%以上，经营情况稳定，是毛利润的主要来源。

油品贸易被叫停，机电板块经营状况不佳，主要产品已停止生产。贸易板块主要由全资子公司龙岩市国有资产投资经营有限公司负责，主要为油品贸易。2016-2018 年，公司分别实现贸易收入 16.30 亿元、3.91 亿元、7.04 亿元，其中 2016-2017 年燃油收入分别为 16.30 亿元、3.50 亿元，2017 年，公司为防控风险，叫停了燃料油贸易，导致当年贸易收入大幅下降。2019 年，公司公司贸易板块主要品种为阴极铜等。公司机电板块业务主要由福建德晖实业有限公司运营，德晖实业由公司和德泓（福建）光电科技有限公司合作设立，公司持股 65%。机电板块业务主要产品为 LED 照明灯，2019 年，公司实现机电业务收入 0.99 亿元，由于节能灯市场需求持续降低，该板块收入持续降低并出现亏损。投资板块，公司参股福建龙净环保股份有限公司，截至 2020 年 3 月末，持有其 8.09%股权，为其第二大股东。龙净环保是我国环保除尘行业首家上市公司（600388）。截至 2020 年 3 月末，

公司已质押其持有的38.15%的龙净环保股票。

主业持续亏损，投资收益可持续性较差。2017-2019年及2020年1-3月，公司营业收入分别为9.58亿元、15.28亿元、25.34亿元、5.08亿元，2017年营业收入大幅减少主要系油品贸易被叫停所致，由于油品贸易毛利率较高，是公司毛利润的主要来源，被叫停导致公司主业亏损扩大，同期主业利润分别为-4.66亿元、-0.07亿元、-1.73亿元、-0.28亿元。同期净利润分别为0.93亿元、1.04亿元、1.27亿元、0.28亿元，公司于2017年确认处置长期股权投资产生4.90亿元的投资收益，该事件为一次性事项，不具有可持续性。此外，2017年公司资产减值损失3.31亿元，主要系公司应收账款欠款方德泓（福建）光电科技有限公司由于负责人被检察机关带走，经营存在重大不确定性，公司计提坏账准备2.52亿元。

资产以应收款项和金融资产为主，流动性尚可。截至2020年3月末，公司总资产108.69亿元，流动资产占比37.14%。可供出售金融资产主要为公司对上市公司龙净环保的股权投资，长期股权投资主要为公司对龙岩市水利投资发展有限公司等公司的股权投资。应收账款同比减少，主要系油品贸易停止，公司收回相关尾款；对德泓（福建）光电科技有限公司应收款项回收风险很大，已计提减值准备。其他应收款主要为与参股企业资金往来。

负债率较高，有息债务规模较大，货币资金对短债覆盖不足，存在短期偿债压力。2017-2019年及2020年3月末，公司资产负债率分别为60.5%、57.31%、57.61%、59.69%，全部债务资本化率分别为54.43%、52.51%、54.02%、55.77%。截至2020年3月末，公司有息债务55.26亿元，短期有息债务20.33亿元，货币资金比短期债务为0.7，覆盖程度不足，面临短期偿债压力。

现金流表现较稳定，债务周转存在融资需求。2017-2019年及2020年1-3月，公司收现比154.6%、84.04%、111.55%、146.26%。同期，公司经营活动现金净流量2.33亿元、3.17亿元、5.22亿元、2.55亿元，投资活动现金净流量-2.74亿元、-1.13亿元、-2.38亿元、-4.17亿元。同期，公司筹资活动现金净流量0.92亿元、-1.5亿元、4.73亿元、3.34亿元。整体上看，近三年公司自由现金流维持收支平衡，但近期面临偿债压力，仍有较大融资周转需求。

融资渠道较通畅。公司融资渠道主要为银行借款和发行债券，无非标融资。截至2019年末，公司获得银行授信85.5亿元，未使用授信额度53.03亿元，备用流动性充足；同期末，公司受限资产6.72亿元。

或有风险可控。截至2019年末，公司担保余额为6.19亿元，对象主要为关联企业，担保规模较小，或有风险较低。

兴业研究主体评分为4B+，原体系为4，展望为稳定。公司是龙岩市国有资产运营主体，业务多样化，得到政府多方面支持。公司是国内最大的高岭土加工企业，经营情况稳定；油品贸易被叫停，收入规模大幅缩减；机电板块经营状况不佳，主要产品已停止生产。财务方面，公司业务毛利率水平不高，投资收益大幅减少，可持续性较差。资产以应收款项和金融资产为主，流动性尚可。公司债务负担较重，账面货币资金对短债覆盖不足，存在短期偿债压力，偿债依赖外部支持。此外，公司融资渠道较通畅，或有风险可控。整体来看，仍有债务偿付能力，存在外部经济、融资条件重大不利变化可能会导致主体无法偿还到期债务

最新覆盖和跟踪报告请参见金融模型平台：

主体跟踪报告：龙岩投资发展集团有限公司 20201214

主体跟踪报告：龙岩投资发展集团有限公司 20200514

主体覆盖报告：龙岩投资发展集团有限公司 20190823

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”, CIB Research)提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们		上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦15楼			
产品销售	信用排查、新债研究、债券池、信用债指数、发债企业信用调研、策略研究、资产负债研究、金融同业研究	盛奕杰	shengyijie@cib.com.cn	021-22852757	15021275158
研究销售	国内宏观、货币市场与票据、金融监管、绿色金融、汇率、贵金属、大宗商品	储晨笛	chuchendi@cib.com.cn	021-22852753	13506110110
兴业银行及子公司对接人员		王莹	wangying8@cib.com.cn	021-22852748	15216714281
		叶琳	lin.ye@cib.com.cn	021-22852755	15800339758
		汤灏	tanghao@cib.com.cn	021-22852630	13501713255